

Przymusowy wykup akcji w spółkach publicznych

Wadliwość przepisów dotyczących zasad ustalania ceny przymusowego wykupu

apl. radc. Aleksander Eggink

Raimondo Eggink, CFA

Streszczenie

- Polskie przepisy o przymusowym wykupie akcji w spółkach publicznych są znacznie bardziej liberalne, na korzyść wykupujących, niż wymogi dyrektywy UE ws. ofert przejęcia oraz analogiczne przepisy KSH dot. spółek niepublicznych. **W innych jurysdykcjach nie znajdujemy podobnych rozwiązań.**
- Brak gwarancji godziwej ceny wykupu systematycznie krzywdzi akcjonariuszy mniejszościowych co przyczynia się do **zachowań obniżających zaufanie do publicznego rynku kapitałowego.**
- Kwestionujemy też zgodność braku tej gwarancji z Konstytucją.
- **Proponujemy ściśle implementować wymogi dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, bez goldplatingu.** W przypadkach nieobjętych tymi wymogami, przymusowy wykup akcji powinien odbywać się po cenie godziwej ustalonej przez biegłego, z możliwością merytorycznego odwołania.

Agenda

1. Problematyka wadliwej implementacji dyrektywy w sprawie ofert przejęcia do polskiego porządku prawnego
2. Problematyka braku gwarancji ceny godziwej w przymusowym wykupie akcji spółek publicznych
3. Analiza prawnoporównawcza
4. Konstytucyjna ochrona prawa własności w kontekście przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych
5. Wnioski i proponowane rozwiązanie

Część 1

Problematyka wadliwej implementacji
dyrektywy w sprawie ofert przejęcia
do polskiego porządku prawnego

Dyrektywa ws. ofert przejęcia i jej założenia (1/3)

- Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia („**Dyrektywa**”) dotyczy, jak to nazwa wskazuje, **ofert przejęcia**.
- Pojęcie oferty przejęcia zgodnie z art. 2 ust 1 (a) Dyrektywy “*oznacza ofertę publiczną (...) złożoną posiadaczom papierów wartościowych spółki w celu nabycia wszystkich lub niektórych z tych papierów wartościowych spółki, czy to z mocy prawa czy dobrowolnie, która następuje po lub ma na celu przejęcie kontroli nad spółką (...)*”.
- Próg kontroli, którego przekroczenie zobowiązuje do złożenia oferty przejęcia, określają Państwa Członkowskie w zależności od konstrukcji ich prawa spółek.

Dyrektywa ws. ofert przejęcia i jej założenia (2/3)

- Dyrektywa w art. 15 wprowadza uregulowanie dotyczące prawa przymusowego wykupu („**przymusowy wykup**”).
- Zgodnie z nim Państwa Członkowskie mają zapewnić, że w następstwie **udanej oferty przejęcia** złożonej wszystkim posiadaczom papierów wartościowych, jeżeli oferent osiągnie lub przekroczy określony próg (w przedziale od 90% do 95%), wówczas **przez okres trzech miesięcy** on będzie miał prawo żądać wykupu pozostałych papierów wartościowych od ich posiadaczy **po uczciwej cenie**.
- Pojęcie uczciwej ceny w przymusowym wykupie jest dookreślone w art. 15 ust. 5 Dyrektywy. Zgodnie z nim “Państwa Członkowskie zapewniają, że **zagwarantowana jest godziwa cena**.” Jako standard godziwości przyjęto świadczenie zaproponowane w ofercie przejęcia, ale tylko w dwóch przypadkach:
 - dobrowolnej oferty, o ile w wyniku oferty, oferent nabył nie mniej niż 90% kapitału dającego prawo głosu, który był przedmiotem oferty (co skutkuje przejęciem kontroli);
 - obowiązkowej oferty wykupu (tj. w następstwie przejęcia kontroli).

Dyrektywa ws. ofert przejęcia i jej założenia (3/3)

- Powyższe oznacza, że wynikające z Dyrektywy prawo przymusowego wykupu dotyczy wyłącznie wykupów, które są następstwem udanej oferty przejęcia kontroli nad spółką. Też tylko w takich przypadkach istnieje domniemanie godziwości ceny zaproponowanej akcjonariuszom mniejszościowym. W szczególności cena ta zawiera tzw. premię za kontrolę.
- Podkreśla to w szczególności punkt 24 Preambuły Dyrektywy, zgodnie z którym “*Te procedury przymusowej sprzedaży i odkupu powinny mieć zastosowanie jedynie w specyficznych warunkach związanych z ofertami przejęcia. Państwa Członkowskie mogą nadal stosować przepisy krajowe do procedur przymusowej sprzedaży i odkupu w innych okolicznościach.*”

Implementacja Dyrektywy w Polsce

- Przymusowy wykup w Polsce w spółkach publicznych został uregulowany w art. 82 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („**Ustawa o ofercie**”).
- Zgodnie z nią cenę przymusowego wykupu ustala się na dwa sposoby w zależności od tego, czy:
 - przymusowy wykup **jest** następstwem wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki;
 - przymusowy wykup **nie jest** następstwem wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki.
- Jeżeli przymusowy wykup jest następstwem takiego wezwania i **akcjonariusz osiągnął dzięki temu lub przekroczył próg 95% głosów** (90% do listopada 2019 r.), to cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu.
- Jeżeli nie jest następstwem wezwania, wówczas cenę ustala się na podstawie wartości rynkowej akcji poprzez odniesienie do art. 79 Ustawy o ofercie. Przepis ten reguluje **minimalne ceny** proponowane w wezwaniach, w których udział dla sprzedającego akcjonariusza jest **dobrowolny**.

Jeszcze o progu kontroli do obowiązkowej oferty

- W Polsce próg kontroli wynosi obecnie 50% (66% do maja 2022 r.). Jest to rozwiązanie kuriozalne i niespotykane na rozwiniętych rynkach kapitałowych. W Państwach Członkowskich próg ten jest nie wyższy niż 33⅓%, z wyjątkiem jedynie Malty i Polski.
- W konsekwencji:
 - Możliwe jest przejęcie faktycznej kontroli nad polską spółką publiczną, poprzez nabycie np. 49% ogólnej liczby głosów, bez ogłaszania jakiegokolwiek wezwania.
 - Akcjonariusz, który od dawna ma faktyczną kontrolę posiadając np. 49% ogólnej liczby głosów, może w dogodnej chwili ogłosić ofertę przejęcia oraz, w przypadku udanej oferty, dokonać przymusowego wykupu z domniemaniem godziwości ceny oferty.
 - Ponadto akcjonariusze, którzy od dawna wspólnie sprawują faktyczną kontrolę posiadając łącznie nawet dużo ponad 50% ogólnej liczby głosów, choć dotychczas nie zawarli formalnego porozumienia akcjonariuszy w rozumieniu Ustawy o ofercie, mogą w dogodnej chwili przekroczyć ustawowy próg kontroli poprzez zawarcie takiego porozumienia.
- KNF powinna wzmocnić nadzór nad przypadkami (rzekomego) przejęcia kontroli nad spółkami poprzez zawarcie porozumień akcjonariuszy.

Różnice pomiędzy założeniami Dyrektywy, a polskim stanem prawnym

- Dyrektywa wyraźnie wskazuje, że domniemanie godziwości ceny zaoferowanej w przymusowym wykupie dotyczy wyłącznie sytuacji, gdy oferent właśnie **przejął kontrolę nad spółką** i dzięki udanemu wezwaniu osiągnął próg przymusowego wykupu - czyli w ocenie ogółu inwestorów zaoferował w wezwaniu cenę godziwą.
- Ustawa o ofercie natomiast wskazuje, że domniemanie godziwości ceny występuje w następstwie wezwania na wszystkie akcje, ale **nie uzależnia domniemania godziwości ceny od przejęcia kontroli w ramach tego wezwania**, a tylko od przekroczenia progu głosów (95%). Kontrola mogła występować już wcześniej!
- Dodatkowo Ustawa o ofercie umożliwia przymusowy wykup po cenie rynkowej **bez żadnego wezwania, a nawet bez żadnej transakcji!**
- Zatem istotnie mylił się Sąd Najwyższy twierdząc w uzasadnieniu do wyroku z dnia 16 maja 2023 r. (sygn. II CSKP 1039/22) dotyczącym przypadku przymusowego wykupu bez uprzedniego wezwania, *“iż kryteria określenia ceny minimalnej wykupu są przedmiotem szczegółowej regulacji zawartej w odnośnych przepisach art. 79 ust. 1-3 ustawy o ofercie, która stanowi powtórzenie odpowiednich postanowień art. 15 Dyrektywy”*.

Powszechne Krajowe Zasady Wyceny

- PKZW KSWS “Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” wyraźnie rozróżniają standardy wartości w zależności od motywacji stron transakcji:
 - “**Godziwa wartość rynkowa** (ang. *Fair Market Value*) - to (...) wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, **zainteresowani przeprowadzeniem transakcji** i niedziałający pod przymusem (nakazem).”
 - “**Wartość sprawiedliwa** (ang. *Fair Value*) - to (...) wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, **niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający**. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem).”

Przykład 1

- Akcjonariusz spółki publicznej ma 90% głosów i ogłasza wezwanie na wszystkie pozostałe akcje w celu delistingu. Na wezwanie odpowiadają inwestorzy posiadający 5% głosów i dzięki temu główny akcjonariusz osiąga próg 95%. Ogłasza przymusowy wykup.
 - Zgodnie z Dyrektywą: nie było przejęcia kontroli nad spółką, bo ta kontrola już wcześniej istniała. **Domniemanie godziwości ceny z wezwania się nie stosuje.**
 - Zgodnie z Ustawą o ofercie: w wyniku wezwania akcjonariusz osiągnął wymagany próg 95% głosów (nie jest ważne ile miał wcześniej). **Domniemanie godziwości ceny z wezwania się stosuje.**
 - Mamy tu prosty schemat działania: groźba delistingu zmusza wielu akcjonariuszy np. OFE do sprzedaży akcji w wezwaniu nawet po zaniżonej cenie, po czym przymusowo wykupieni zostaną pozostali, którzy na to się nie zgadzali.

Przykład 2

- Założyciel spółki publicznej posiadający od dawna 70% głosów zawiera porozumienie z drugim akcjonariuszem posiadającym 25% głosów. Wspólnie ogłaszają przymusowy wykup.
 - Zgodnie z Dyrektywą: nie było oferty przejęcia kontroli nad spółką, bo ta kontrola już wcześniej istniała. **Dyrektywa nie daje prawa do przymusowego wykupu.**
 - Zgodnie z Ustawą o ofercie: **wspólne osiągnięcie progu 95% uprawnia do przymusowego wykupu po cenie rynkowej.**
 - Jaki jest gospodarczy, społeczny czy prawny sens przyznania tym dwóm akcjonariuszom prawa do przymusowego wykupu wszystkich pozostałych akcji po cenie rynkowej, *de facto* w dowolnym momencie według ich wyboru i w konsekwencji w cenie, która im odpowiada?

Kazusy z polskiego rynku kapitałowego (1/3)

- Dla wszystkich przypadków przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych zbadaliśmy okoliczności jego dokonania oraz wskaźniki ceny do wartości księgowej (C/WK). Jest to najprostszy choć niedoskonały miernik pozwalający na porównanie ceny akcji z wartością aktywów netto spółki przypadających na akcję.
- Podzieliliśmy te przypadki na dwie grupy:
 - w pierwszej grupie przymusowy wykup został dokonany w następstwie udanej oferty przejęcia, tj. **zgodnie z Dyrektywą – było to ok. 30% wszystkich przypadków**;
 - w drugiej grupie przymusowy wykup **nie** został dokonany w następstwie udanej oferty przejęcia, zatem **Dyrektywa nie dawała prawa do przymusowego wykupu – było to ok. 70% wszystkich przypadków**.

Kazusy z polskiego rynku kapitałowego (2/3)

- Następnie dla obu grup policzyliśmy średnie wartości wskaźnika C/WK (po odcięciu ogonów <0 i >5) oraz frekwencje występowania (w ramach tych grup) niskich i skrajnie niskich wartości tego wskaźnika. Porównanie wyników wykazuje istotne różnice:

	Grupa 1	Grupa 2
Przymusowy wykup zgodny z Dyrektywą	tak (30% populacji)	nie (70% populacji)
Średnia wartość wskaźnika C/WK	ok. 2,0	ok. 1,7
Frekwencja wskaźnika $0 \leq C/WK \leq 1$	ok. 18%	ok. 27%
Frekwencja wskaźnika $0 \leq C/WK \leq 0,8$	ok. 10%	ok. 18%
Frekwencja wskaźnika $0 \leq C/WK \leq 0,6$	ok. 4%	ok. 14%
Frekwencja wskaźnika $0 \leq C/WK \leq 0,5$	ok. 2%	ok. 10%

Kazusy z polskiego rynku kapitałowego (3/3)

- Nb. do pierwszej grupy zaliczyliśmy też przypadki, w których do formalnego przekroczenia progu kontroli doszło poprzez zawarcie porozumienia akcjonariuszy, mimo że w niektórych przypadkach można mieć wątpliwości, czy spółkontrola nie istniała wcześniej.
- W osobnym dokumencie prezentujemy wybrane rzeczywiste kazusy przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych, okoliczności ich dokonania oraz co dalej się działo ze spółkami.
- Żaden z tych kazusów nie mógłby się tak wydarzyć w żadnej spośród jurysdykcji omówionych w dalszej części prezentacji.

Część 2

Problematyka braku gwarancji ceny godziwej
w przymusowym wykupie akcji spółek publicznych

Ustalenie ceny przymusowego wykupu

- Art. 82 ust. 2 Ustawy o ofercie nakazuje ustalić cenę przymusowego wykupu akcji zgodnie z art. 79, który określa cenę minimalną w wezwaniach, zasadniczo jako wartość najwyższa spośród:
 - średniej **cenę rynkowej** z okresu 3 miesięcy poprzedzających przymusowy wykup,
 - średniej **cenę rynkowej** z okresu 6 miesięcy poprzedzających przymusowy wykup,
 - **najwyższej ceny zapłaconej** przez wykupującego w ciągu ostatnich 12 miesięcy.
- W wąsko określonych przypadkach (m.in. postępowanie restrukturyzacyjne, upadłość oraz bardzo niska płynność akcji) cena minimalna akcji nie może być niższa niż ich **wartość godziwa ustalona przez firmę audytorską**. Tylko w tych przypadkach Ustawa o ofercie wymaga wyceny przez biegłego rewidenta.
- Do listopada 2019 r. cena przymusowego wykupu akcji nie będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym nie mogła być niższa niż ich **wartość godziwa**.

Wyrok Sądu Najwyższego (1/2)

- Zgodnie z wyrokiem SN z dnia 18 maja 2023 r. (sygn. II CSKP 1365/22), dotyczącym przymusowego wykupu akcji spółki notowanej na NewConnect w 2016 r., pojęcie wartości godziwej w tym kontekście powinno być interpretowane na podstawie definicji legalnej z art. 28 ust 6 ustawy o rachunkowości.
- Zgodnie z tą definicją *“za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, **pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami**. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie **na aktywnym rynku** stanowi cena rynkowa (...).”* Definicja ta jest zgodna z MSSF 13.

Wyrok Sądu Najwyższego (2/2)

- Z powyższego rozumowania SN wyciągnął wniosek, że **w przypadku akcji notowanych na aktywnym rynku** wartość godziwa równa się co do zasady **cenie rynkowej**.
- W związku z tym *“za wartość godziwą należy uznać wartość rynkową ustaloną **na zamknięciu ostatniej sesji rynku NewConnect poprzedzającej ogłoszenie żądania przymusowego wykupu**, pomniejszoną o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wartość była znacząca.”*
- **W każdym przypadku zatem odniesienie do art. 79 Ustawy o ofercie oraz **przyjęcie założenia o aktywnym rynku** prowadzi de facto do zrównania ceny minimalnej przymusowego wykupu z ceną rynkową.**

Rynek aktywny – czy aby na pewno? (1/3)

- **Definicja legalna pojęcia rynku aktywnego** znajduje się w MSSF 13 oraz w rozporządzeniu Min. Fin. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych. Jest to *“rynek, na którym transakcje dotyczące danego składnika aktywów lub zobowiązania odbywają się z dostateczną częstotliwością i mają dostateczny wolumen, aby dostarczać bieżących informacji na temat cen tego składnika aktywów lub zobowiązania, w tym rynki giełdowe, rynki pośredników, rynki brokerskie i rynki transakcji bezpośrednich, które cechują się taką częstotliwością i wolumenem”*.
- Z pisma dyrektora z Urzędu KNF z 2016 r. wynika, że z wyjątkiem dla akcji, którymi nie dokonuje się żadnego obrotu, **NewConnect zawsze jest rynkiem aktywnym**. Później KNF wyjaśniała, iż owe pismo stanowiło wyłącznie niewiążącą opinię Urzędu.

Rynek aktywny – czy aby na pewno? (2/3)

- Ze względu na udział Urzędu KNF w procesie przymusowego wykupu jako nadzorcy (trzeba mu przymusowy wykup notyfikować) **opinia ta jest niepodważalna choćby za pomocą opinii biegłego sądowego**. To kuriozalne stanowisko Sądu Apelacyjnego podtrzymał także Sąd Najwyższy (II CKSP 1365/22). W konsekwencji, zdaniem Sądu Najwyższego, wręcz **niedopuszczalne jest przeprowadzenie dowodu z opinii biegłego** na okoliczność ustalenia wartości godziwej akcji gdyż ustalenie ostatniego kursu giełdowego nie wymaga wiadomości specjalnych (art. 278 KPC).
- Nb. temu stanowisku przeczy ustawowa regulacja dot. ww. wąsko określonych przypadków (m.in. postępowanie restrukturyzacyjne, upadłość oraz bardzo niska płynność akcji), które nadal wymagają ustalenia wartości godziwej przez firmę audytorską. Podobnie art. 80 ust. 2 Ustawy o ofercie wyraźnie rozróżnia między wartością godziwą a notowaniami giełdowymi.

Rynek aktywny – czy aby na pewno? (3/3)

- Co znamienne, temu stanowisku również przeczy praktyka dot. wyceny nie płynnych akcji spółek publicznych na podstawie rozporządzenie Min. Fin. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, nad którą nadzór także sprawuje KNF.
- Wreszcie skoro (według rozumowania UKNF i w konsekwencji również SN) rynek NewConnect prawie zawsze jest aktywny, to **rynek regulowany tym bardziej prawie zawsze jest aktywny.**
- Z powyższego wynika, że nawet gdyby inwestor niezadowolony z ceny rynkowej, którą otrzymał w ramach przymusowego wykupu jego akcji, jakoś przekonał sąd do tego, że mu się należy wartość godziwa – to i tak idący rozumowaniem SN sąd orzekłby, że inwestor właśnie ją dostał.

Różnice między wartością godziwą a kursem giełdowym (1/2)

- Istnieje bogata literatura nt. możliwych powodów występowania istotnych różnic między wartością godziwą akcji a ich kursem giełdowym.
- Przede wszystkim kurs giełdowy jest wypadkową popytu i podaży na często niestabilnym rynku kapitałowym. Nauka o finansach behawioralnych dostarcza mnóstwa przykładów nieracjonalnych zachowań.
- Ponadto dominujący akcjonariusz może łatwo wpływać na giełdowe kursy akcji, zwłaszcza o niskiej płynności, nie tylko poprzez nielegalne manipulacje ale również poprzez podejmowanie działań pogarszających postrzeganie spółki przez inwestorów giełdowych, np.:
 - pozbawianie akcjonariuszy dywidend, ewentualnie w połączeniu z dużymi inwestycjami, których sens nie jest jasny dla mniejszościowych akcjonariuszy;
 - nieprowadzenie transparentnych relacji inwestorskich;
 - niekorzystne dla spółki transakcje z podmiotami powiązanymi;
 - inne działania w kierunku ograniczenia płynności akcji.

Różnice między wartością godziwą a kursem giełdowym (2/2)

- Wartość godziwa natomiast powinna odzwierciedlać fundamentalną wartość aktywów i biznesu emitenta. Jej ustalenie **wymaga wiadomości specjalnych** w rozumieniu art. 278 KPC.
- Dlatego też definicja legalna pojęcia wartości godziwej zakłada, że strony transakcji powinny być **zainteresowane i dobrze poinformowane**, co SN (II CKSP 1365/22) pominął w swojej analizie.
- Nawet gdyby manipulacja kursem akcji była faktem ustalonym urzędowo lub nawet procesowo (np. w procesie karnym), to i tak rozumowanie z wyroku SN pozbawia pokrzywdzonego inwestora możliwości procesowego wykazania, np. za pomocą opinii biegłego, że rynek był nieaktywny i kurs giełdowy różnił się od wartości godziwej akcji.

Ustalenie wartości godziwej przez firmę audytorską

- Z uwagi na mnogość mniej czy bardziej subiektywnych założeń oraz metod wyceny, ustalenie wartości godziwej nie jest nauką ścisłą i opinie mogą się różnić.
- Dlatego kluczowa jest rola nadzoru nad procesem wyceny i powinna istnieć możliwość odwołania się, co jest standardem w wielu innych sytuacjach, m.in. w przypadku przymusowego wykupu w spółce niepublicznej (art. 418 KSH).
- Tymczasem, nawet w tych wąsko określonych przypadkach kiedy Ustawa o ofercie wymaga wyceny przez firmę audytorską, **nie ma nad tym procesem żadnego nadzoru**, z powodu braku uregulowań.
- W 2024 r. media donosiły o przypadku popełnienia przez firmę audytorską ewidentnego błędu rachunkowego mającego istotny wpływ na minimalną cenę akcji proponowaną w wezwaniu. KNF nie mogła zainterweniować.

Skutki braku gwarancji ceny godziwej (1/2)

- Przymusowy wykup w spółce publicznej jest specyficzną konstrukcją ustawową, która wiąże się w każdym przypadku z pozbawieniem mniejszościowych akcjonariuszy ich własności wbrew ich woli, *de facto* po cenie rynkowej i to często w momencie, który samodzielnie wybiera akcjonariusz większościowy zgodnie z własnym interesem.
- Taka regulacja tworzy silne bodźce do zaniżania kursów akcji spółek zdominowanych przez jednego lub współdziałających akcjonariuszy, którzy mogą być zainteresowani przymusowym wykupem po jak najniższej cenie. To nie jest przypadek, że na polskim rynku kapitałowym inwestorzy nadal zgłaszają problemy z polityką dywidendową spółek, z prowadzeniem relacji inwestorskich, z transakcjami z podmiotami powiązanymi oraz z niską płynnością (źródło: OBI SII).

Skutki braku gwarancji ceny godziwej (2/2)

- Racjonalni inwestorzy antycypują ryzyka, w tym również ryzyko przymusowego wykupu i odpowiednio obniżają wycenę akcji, często w oderwaniu od fundamentów spółki. Jest to **mechanizm samonapędzający się**: obawy przed przymusowym wykupem po zaniżonej cenie powodują spadek kursu akcji, co dalej napędza obawy.
- Na poziomie makroekonomicznym powyższa sytuacja przyczynia się do wzrostu wymaganej premii za ryzyko przy inwestycji w akcje polskich spółek publicznych, czyli do **wzrostu kosztu kapitału** i zatem do **obniżenia skłonności do inwestycji**, do **nieefektywności rynku**, oraz ostatecznie do **spadku atrakcyjności Giełdy Papierów Wartościowych** jako miejsce pozyskania kapitału dla rzetelnych emitentów.

Część 3

Analiza prawno-porównawcza

Przymusowy wykup w innych jurysdykcjach Unii Europejskiej (1/5)

- **Niemcy** – przymusowy wykup każdorazowo **wymaga sporządzenia opinii biegłego** dotyczącej wyceny akcji – docelowo cena ma być godziwa. Opinia biegłego podlega kontroli sądowej. Brak rozróżnienia na spółki publiczne i niepubliczne. Jeżeli spółka jest notowana, to dodatkowo istnieje wymóg ustalenia ceny minimalnej na poziomie średniej ceny rynkowej.
- W przypadku przymusowego wykupu będącego następstwem wezwania (dobrowolnego lub obowiązkowego) niemiecki ustawodawca wprowadził domniemanie godziwości ceny z wezwania wyłącznie w przypadku, gdy oferent nabył w wyniku wezwania przynajmniej 90% akcji będących przedmiotem wezwania (art. 39a ust. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz).

Przymusowy wykup w innych jurysdykcjach Unii Europejskiej (2/5)

- **Francja** – przymusowy wykup niebędący następstwem wezwania **wymaga sporządzenia opinii biegłego** dotyczącej godziwej wyceny akcji, która podlega ocenie francuskiego nadzorca (AMF). Opinia ta powinna zawierać wynik oceny przeprowadzonej zgodnie z obiektywnymi metodami stosowanymi w przypadku zbycia aktywów i uwzględniać, zgodnie z wagą odpowiednią dla każdego przypadku, wartość aktywów, osiągnięte zyski, wartość giełdową, istnienie spółek zależnych i perspektywy biznesowe (art. L-433-4, II, 2 francuskiego kodeksu monetarnego i finansowego).
- W przypadku przymusowego wykupu będącego następstwem wezwania AMF nie wymaga przedstawienia opinii biegłego jeżeli (i) wezwanie dotyczyło ponad połowy akcji i w jego efekcie przekroczono próg 90%, albo (ii) wezwanie nie dotyczyło ponad połowy akcji, jednakże zgodnie z odpowiednimi przepisami AMF już wcześniej taką opinię uzyskał. Jeżeli któraś z tych sytuacji ma miejsce - obowiązuje cena z wezwania (art. 237-3, I Ogólnej Regulacji AMF).

Przymusowy wykup w innych jurysdykcjach Unii Europejskiej (3/5)

- **Luksemburg** – przymusowy wykup musi zostać przeprowadzony po godziwej cenie zgodnie z obiektywnymi i odpowiednimi metodami mającymi zastosowanie do zbycia aktywów. W celu ustalenia tej ceny akcjonariusz większościowy **musi przedstawić wycenę sporządzoną przez niezależnego biegłego**. Akcjonariusz mniejszościowy może sprzeciwić się od wyceny biegłego. W przypadku sprzeciwu, CSSF (organ nadzoru finansowego) może zobowiązać spółkę do przedstawienia 5 biegłych, spośród których CSSF wybierze jednego do sporządzenia kolejnej opinii. Po przedstawieniu drugiej opinii CSSF podejmie decyzję dotyczącą wysokości ceny godziwej.
- Niezależnie od tego, w Luksemburgu funkcjonuje ustawa o przymusowym wykupie będącym następstwem oferty przejęcia (implementująca Dyrektywę ws. ofert przejęcia). Zgodnie z tą ustawą, ma ona zastosowanie tylko do sytuacji, gdy doszło do przejęcia na rynku kontroli.

Przymusowy wykup w innych jurysdykcjach Unii Europejskiej (4/5)

- **Niderlandy** – przymusowy wykup w Niderlandach jest realizowany w całości przed Izbą Przedsiębiorstw Sądu Apelacyjnego w Amsterdamie. Akcjonariusz większościowy może złożyć do sądu pozew przeciwko (znanym lub nieznanym) akcjonariuszom mniejszościowym. Sąd z urzędu bada czy spełnione są przesłanki wykupu. W przypadku gdy ustawowe przesłanki są spełnione **sąd może powołać jednego lub trzech biegłych, którzy samodzielnie dokonują wyceny akcji**. Biegli do dokonania wyceny mają ustawową możliwość wglądu m.in. w księgi spółki. Sporządzona przez biegłych wycena akcji stanowi podstawę do ustalenia przez sąd ceny przymusowego wykupu.
- W przypadku przymusowego wykupu dokonywanego na warunkach określonych w Dyrektywie, cena z udanej oferty przejęcia jest uważana za godziwa.

Przymusowy wykup w innych jurysdykcjach Unii Europejskiej (5/5)

- **Czechy** – przymusowy wykup w Czechach może zostać zrealizowany po cenie godziwej, która zostaje ustalona w uchwale WZA spółki, przy czym akcjonariusz większościowy jest zobowiązany do przedstawienia **uzasadnienia takiej wyceny na podstawie opinii biegłego**. W przypadku spółek publicznych do dokonania przymusowego wykupu niezbędne jest także uzyskanie **zgody Czeskiego Banku Narodowego**, który jest zobowiązany w toku udzielania zgody do weryfikacji uzasadnienie wyceny sporządzonej przez biegłego (art. 391 czeskiego kodeksu handlowego).
- W przypadku przekroczenia progu 90% w wyniku obowiązkowego lub dobrowolnego wezwania – cenę zaproponowaną w wezwaniu uznaje się za cenę godziwą.

Przymusowy wykup w innych jurysdykcjach poza UE (1/2)

- **USA (Delaware)** – **cena w przymusowym wykupie nie może opierać się wyłącznie na cenie rynkowej akcji.** Pod uwagę należy wziąć również szereg innych czynników (synergie, wartość księgową, przychody itp.). W przypadku wątpliwości (niezależnie czy spółka jest publiczna czy niepubliczna) wycena każdorazowo podlega kontroli sądowej. **Sąd może powołać biegłego** w celu ustalenia wartości godziwej z uwzględnieniem ww. przesłanek, przy czym wartość rynkowa stanowi tylko jeden z elementów wyceny.

Przymusowy wykup w innych jurysdykcjach poza UE (2/2)

- **Wielka Brytania** – przymusowy wykup funkcjonuje wyłącznie w oparciu o mechanizm następstwa po wezwaniu. W tym systemie akcjonariusz większościowy może dokonać przymusowego wykupu tylko w sytuacji, gdy w wyniku ogłoszonego przez siebie wezwania (przymusowego lub dobrowolnego) zakupił co najmniej 90% akcji (i co najmniej 90% głosów), które były przedmiotem wezwania. Ceną godziwą jest cena zaproponowana w wezwaniu, na które akcjonariusze mniejszościowi odpowiedzieli. System ten bazuje na uznaniu, że skoro większość 90% akcji została po danej cenie sprzedana, to musi to być cena godziwa (założenie racjonalnego inwestora). **Brak możliwości dokonania przymusowego wykupu, przed którym nie było wezwania.**

Część 4

Konstytucyjna ochrona prawa własności
w kontekście przymusowego wykupu akcji
w spółkach publicznych

Wyrok TK z dnia 21.06.2005 r. – P 25/02

- Art. 21 ust. 2 Konstytucji ustanawia konstytucyjną, a więc wzmożoną ochronę własności, dopuszczając wywłaszczenie „tylko za słusznym odszkodowaniem”. Słuszne odszkodowanie to odszkodowanie sprawiedliwe, czyli ekwiwalentne. Powinno ono umożliwiać właścicielowi odtworzenie rzeczy, którą utracił, lub, ujmując szerzej, sytuacji majątkowej jaką miał przed wywłaszczeniem. **Odszkodowanie nie może być w żaden sposób uszczuplone, i to nie tylko przez sposób obliczania jego wysokości, ale również przez tryb wypłacania.**
- Przepis art. 417 § 1 w związku z art. 418 § 3 k.s.h. odsyła do art. 312 § 8 k.s.h., który przewiduje możliwość sporu przed sądem rejestrowym między „założycielami a biegłym rewidentem” w przypadku rozbieżności zdań w zakresie wyceny wykupywanych akcji. Pod pojęciem „założyciela” należy rozumieć również akcjonariusza, którego akcje są wykupywane. **Akcjonariusz ten uzyskuje w ten sposób prawo do kontroli sądowej wyceny akcji dokonanej przez biegłego.** Stanowi to alternatywny mechanizm ochrony interesów tego akcjonariusza, obok możliwości zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia do sądu gospodarczego w trybie art. 422 § 1 i § 2 pkt 2 k.s.h., z powołaniem się na przesłankę pokrzywdzenia akcjonariusza wskutek zaniżonej ceny wykupu akcji.

Problemy przymusowego wykupu akcji spółek publicznych w świetle wyroku TK

- Ustawa o ofercie w koniunkcji z wyrokiem Sądu Najwyższego (II CKSP 1365/22) w prawie każdym przypadku zrównuje cenę rynkową z wartością godziwą (“słusznym odszkodowaniem”), co jest nieprawidłowe.
- W przypadku spółek publicznych nie ma żadnej możliwości skutecznego zaskarżenia ceny przymusowego wykupu akcji, w przypadku gdy akcjonariusz z nią się nie zgadza. Cena podlega wyłącznie formalnej kontroli ze strony KNF, ale nie ma żadnej merytorycznej kontroli nadzorczej ani sądowej.
- W szczególności nie jest dopuszczalne (zdaniem Sądu Najwyższego) powołanie biegłego, który mógłby wykazać z jakich powodów i w jakim stopniu cena rynkowa odbiegała od wartości godziwej akcji.

Naruszenia Konstytucji

- Art. 21 ust. 2 Konstytucji gwarantuje słuszne odszkodowanie w przypadku wywłaszczenia i zgodnie z wyrokiem TK pozbawienie własności na cele niepubliczne powinno podlegać tej samej ochronie.
- Art. 31 ust. 3 Konstytucji dopuszcza ograniczenia konstytucyjnych wolności i praw tylko w wąsko określonych celach.
- Art. 45 ust. 1 Konstytucji gwarantuje prawo do sądu.
- Art. 64 ust. 2 Konstytucji gwarantuje ochronę prawną własności.

Część 5

Wnioski i proponowane rozwiązanie

Wnioski

- Żadna z analizowanych jurysdykcji, poza polską, nie umożliwia dokonania przymusowego wykupu akcji po cenie rynkowej, w oderwaniu od ich wartości godziwej ustalonej:
 - w wyniku udanej oferty przejęcia kontroli albo
 - w wycenie dokonanej przez biegłego i podlegającej kontroli ze strony nadzorcy rynkowego lub sądu.
- Brak gwarancji godziwej ceny przymusowego wykupu systematycznie krzywdzi akcjonariuszy mniejszościowych, co przyczynia się do zachowań obniżających zaufanie do publicznego rynku kapitałowego.
- Kwestionujemy też zgodność braku tej gwarancji z Konstytucją.

Proponowane rozwiązanie

- Ustawa o ofercie powinna **ściśle implementować wymogi Dyrektywy, bez goldplatingu**. Oznacza to, że na potrzeby przymusowego wykupu akcji, domniemanie godziwości ceny wezwania obowiązuje *“jedynie w specyficznych warunkach związanych z ofertami przejęcia”*, tj. gdy w następstwie udanej oferty przejęcia dochodzi do przejęcia kontroli nad spółką w połączeniu z przekroczeniem progu 95% głosów.
- **We wszystkich pozostałych przypadkach przymusowy wykup akcji spółek publicznych powinien być dokonywany po wartości godziwej ustalonej przez firmę audytorską**, tak jak obecnie tego wymaga art. 79 ust. 3b Ustawy o ofercie w odniesieniu do wąskiego zakresu przypadków (m.in. postępowanie restrukturyzacyjne, upadłość oraz bardzo niska płynność akcji), jednak nie niższej niż cena minimalna określona w art. 79 ust. 1-2 Ustawy o ofercie.
- **Ponadto “w razie powzięcia wątpliwości co do prawidłowości wyceny” KNF powinna mieć uprawnienie do zlecenia dodatkowej wyceny, tak jak obecnie przewiduje art. 79 ust. 4c Ustawy o ofercie. Ponadto pokrzywdzony inwestor powinien mieć realne prawo do sądu w tym zakresie.**

Dziękujemy za uwagę.

Zastrzeżenia:

Analiza kazusów przymusowego wykupu akcji na polskim rynku kapitałowym została dokonana głównie w oparciu o historyczne komunikaty spółek, które zachowały się w serwisie Bankier.pl, oraz sprawozdania finansowe dostępne w Repozytorium Dokumentów Finansowych KRS. Zwłaszcza w przypadku starszych kazusów zdarzały się wątpliwości dot. jakości niektórych danych, co jednak nie powinno mieć istotnego wpływu na prezentowane dane statystyczne.

Prezentacja zawiera analizę autorów dot. stanu prawnego obowiązującego pod koniec 2024 r. Mimo dochowania staranności niestety nie możemy wykluczyć drobnych nieścisłości, zwłaszcza w zakresie interpretacji przepisów prawa obcego.