

Warszawa, dnia 2 listopada 2020 r.


Adw. Rafał Wojciechowski



Ministerstwo Finansów
ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

PETYCJA O PODJĘCIE PRAC LEGISLACYJNYCH ZMIERZAJĄCYCH DO
ZMIANY USTAWY Z DNIA 29 LIPCA 2005 ROKU O OFERCIE
PUBLICZNEJ I WARUNKACH WPROWADZANIA INSTRUMENTÓW
FINANSOWYCH DO ZORGANIZOWANEGO SYSTEMU OBROTU ORAZ O
SPÓLKACH PUBLICZNYCH

Działając na podstawie art. 2 ustawy z dnia 11 lipca 2014 r. o petycjach, mając wieloletnie doświadczenie w dziedzinie rynków kapitałowych, a także obserwując i analizując mechanizmy funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu - NewConnect prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, w celu ochrony interesu publicznego, niniejszym składam petycję o zainicjowanie zmian legislacyjnych prowadzących do zmiany treści art. 75 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. 2005 nr 184 poz. 1539) (dalej: „Ustawa o



ofercie”) w taki sposób, aby art. 75 ust. 3 pkt. 1 otrzymał następujące brzmienie: „**spółki, której akcje nie są przedmiotem obrotu zorganizowanego**”.

Skutkiem powyższej zmiany będzie powstanie obowiązku dokonywania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów w spółkach, których akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu.


Jednocześnie, na podstawie art. 4 ust. 3 oraz art. 8 ust. 1 ustawy z dnia 11 lipca 2014 roku o petycjach, wyrażam zgodę na ujawnienie moich danych osobowych na stronie internetowej Ministerstwa Finansów lub urzędu go obsługującego.

UZASADNIENIE

Obowiązek dokonywania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów w spółkach, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym został wprowadzony w art. 73 i art. 74 Ustawy o ofercie. Jest to konsekwencja implementacji dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (dalej: „**Dyrektywa 2004/25/WE**”), określającej minimalne wymogi dotyczące przejmowania kontroli nad spółkami, których papiery zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

Istotą wskazanych regulacji jest zapewnienie akcjonariuszom mniejszościowym lepszej ochrony i silniejszej pozycji w relacjach z akcjonariuszami większościowymi¹. Pod względem celowościowym, chodzi przede wszystkim o zapewnienie drobnym akcjonariuszom możliwości wyjścia lub zmniejszenia zaangażowania w zmajoryzowanej

¹ Uzasadnienie do projektu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Sejm IV kadencji, druk Nr 3970, s. 132.



spółce, w związku z uzyskaniem pozycji dominującej przez inny podmiot i przejęciem przez niego kontroli². W doktrynie panuje przekonanie, że kontrola nad spółką publiczną jest pewną wartością majątkową, odrębną od wartości akcji rozumianej jako odpowiedni ułamek kapitału zakładowego, wyrażającą się w kwocie określaną mianem premii za kontrolę nad spółką publiczną. Uważa się, że z chwilą nabycia kontroli, wartość pozostałych akcji spada w związku ze skonsumowaniem wskazanej premii³.

Istotę regulacji dotyczącej wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów, prawidłowo określił Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 18 lipca 2019 r. I CSK 587/17, w którym wskazał, że „instytucja wezwań wiążąca się z przejmowaniem kontroli nad spółkami publicznymi przez nabywanie znacznych pakietów ich akcji, służy ochronie akcjonariuszy mniejszościowych, pozwalając im wyjść ze spółki na korzystnych finansowo warunkach, przez zobligowanie przejmującego spółkę do nabycia również akcji akcjonariuszy mniejszościowych, jeśli zgłoszą takie żądanie (tzw. premia za kontrolę)”⁴. Mając na uwadze fakt, że premia za kontrolę związana jest z istotą funkcjonowania spółki publicznej, odmienne traktowanie tego typu spółek ze względu na rodzaj rynku zorganizowanego, na którym odbywa się obrót akcjami nie ma racjonalnych przesłanek.

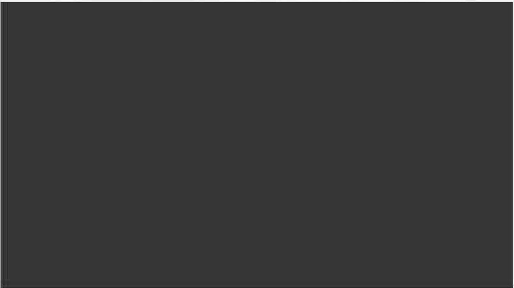
W tym zakresie, wyłączenie spod dyspozycji omówionych przepisów spółek, których akcje są wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu, nie zostało odpowiednio uzasadnione na etapie projektowania Ustawy o ofercie. Wskazano jedynie, iż jest to wyjątek niezbędny, podyktowany względami celowościowymi i praktycznymi⁵.

² A. Chłopecki, Z. Mrowiec, Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi, PPH 2000, nr 1, s. 17-28.

³ M. Mataczyński [w:] Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, red. T. Sójka, Warszawa 2015, art. 73.

⁴ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 lipca 2019 r. I CSK 587/17, legalis nr 2235948.

⁵ Uzasadnienie do projektu ustawy o ofercie ... op. cit. s. 138




Natomiast część doktryny podnosi, iż celem tego zabiegu jest „uatrakcyjnienie i zachęcenie akcjonariuszy do inwestowania w spółki notowane w ramach ASO”⁶. Należy jednak wskazać, iż takie ujęcie przedmiotowej kwestii jest bezpodstawne i prowadzi do bezzasadnego i niesprawiedliwego umniejszenia praw akcjonariuszy mniejszościowych.

Dyrektywa 2004/25/WE dotyczy w istocie spółek, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, niemniej jednak, nie istnieją żadne przeszkody uniemożliwiające rozszerzenie wskazanej regulacji również na spółki, których akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu. Obowiązek dokonywania wezwań obowiązywał już na gruncie poprzednio obowiązującej ustawy z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991 nr 35 poz. 155) oraz ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 1997 nr 118 poz. 754) miał na celu ochronę mniejszościowych akcjonariuszy spółek publicznych. W tym zakresie, rynek regulowany i alternatywny system obrotu są w swojej istocie tożsame i oparte na równoważnych założeniach, będących podstawą ich funkcjonowania, a **ochrona inwestorów mniejszościowych w związku z przejęciem kontroli nad spółką powinna być realizowana zarówno na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu.**

Zgodnie bowiem z art. 14 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538) (dalej: „**Ustawa o obrocie**”) rynkiem regulowanym jest działający w sposób stały, wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym

⁶ 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, art. 75.




samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. Natomiast zgodnie z art. 3 pkt. 2 Ustawy o obrocie, alternatywny system obrotu to prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego. Alternatywny system obrotu różni się od rynku regulowanego, przede wszystkim niższymi kosztami wejścia na rynek, mniejszymi obowiązkami informacyjnymi i związanym z tym większym ryzykiem. **Pomimo wielu różnic w funkcjonowaniu obydwu rynków, zjawisko premii za kontrolę powstaje na każdym z nich i związane jest z istotą spółki publicznej.**

Już tylko z tych powodów konieczne jest zainicjowanie postępowania legislacyjnego, zmierzającego do objęcia spółek, których akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu, obowiązkiem dokonywania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów. Niemniej jednak, poniżej zostaną przedstawione kolejne argumenty wskazujące na zasadność niniejszej petycji.

1. Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych związanych z dokonywaniem odwrotnych przejęć spółek notowanych na NewConnect.


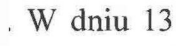
Z prowadzonych na przełomie minionych lat obserwacji wynika, iż na rynku NewConnect dochodzi do stosunkowo dużej ilości odwrotnych przejęć. Jest to „proces, w którym występuje specyficzny rodzaj przejęcia kontroli nad jedną jednostką przez inną



jednostkę”⁷. W istocie polega to na odstąpieniu pakietu kontrolnego akcji z równoczesnym przejściem dotychczas prowadzonej działalności. Mechanizm ten może w szczególności posłużyć do tego, aby spółka dotychczas nienotowana na rynku NewConnect uzyskała w przyspieszony sposób status spółki publicznej. Jest to również rozwiązanie dla podmiotów, które nie spełniają przesłanek umożliwiających wejście na rynek w sposób pierwotny.

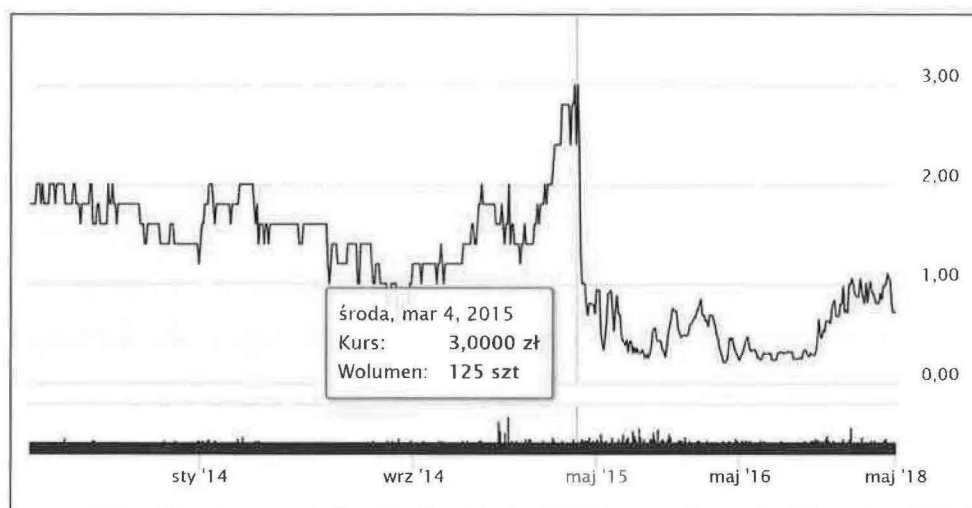
Taki stan rzeczy może wynikać z tego, iż niektóre ze spółek notowanych na NewConnect nie odniosły zakładanego sukcesu, lub ze względu na zakres swojej działalności, jej dalsze prowadzenie w formie spółki publicznej jest nieopłacalne. Jest to również jedna z alternatyw dla spółek z problemami finansowymi, aby uniknąć ogłoszenia upadłości poprzez zmianę profilu działalności. W takim przypadku, dokonanie odwrotnego przejścia jest też często jedynym sposobem na odzyskanie części środków związanych z wejściem na rynek zorganizowany. Nie można jednak wykluczyć sytuacji, w której niektóre spółki wchodzi na rynek tylko po to, aby w późniejszym czasie z zyskiem „odsprzedać swoje miejsce”.

Bez wątplenia należy stwierdzić, że dokonanie odwrotnego przejścia silnie oddziałuje na kurs akcji. Zazwyczaj w pierwszym etapie związanym z przejściem następuje wzrost ceny akcji, natomiast w późniejszym okresie, gdy nie pojawią się inne pozytywne przesłanki, kurs ten najczęściej spada poniżej poziomu przed transformacją.

Przykładem opisanej zależności może być spółka , która w wyniku odwrotnego przejścia zmieniła nazwę na . W dniu 13 stycznia 2015 r. spółka opublikowała komunikat, w którym poinformowała o ustaleniu szczegółów planu, dotyczącego transakcji odwrotnego przejścia (‘reverse merger’). Od tego momentu kurs akcji sukcesywnie wzrastał. Jednakże od 4 marca 2015 r. nastąpił

⁷ K. Świetla, J. Toborek-Mazur, Motywy przejść odwrotnych i zasady ich rozliczania [w:] Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości nr 108, 2020 s.191-205.

przełom, który zapoczątkował drastyczny spadek. Opisany schemat obrazuje poniższy wykres.



Źródło: <https://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html>

Proces dokonywania odwrotnych przejęć związany jest z wystąpieniem omówionego już zjawiska, powszechnie nazywanego **premią za kontrolę**. Wyłączenie spółek, których akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu z obowiązku dokonywania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów jest całkowicie bezzasadne. Tak jak to zostało wskazane powyżej, **proces dokonywania odwrotnych przejęć wywiera duży wpływ na kurs akcji i często powiązany jest z całkowitą zmianą profilu działalności**. W takiej sytuacji, akcjonariusz mniejszościowy powinien mieć **zapewnioną możliwość wyjścia ze spółki, w szczególności dlatego, iż nie ma on możliwości brania udziału w procesie decyzyjnym**.



2. Konieczność ograniczenia zbywania znacznych pakietów akcji w spółkach notowanych na NewConnect.

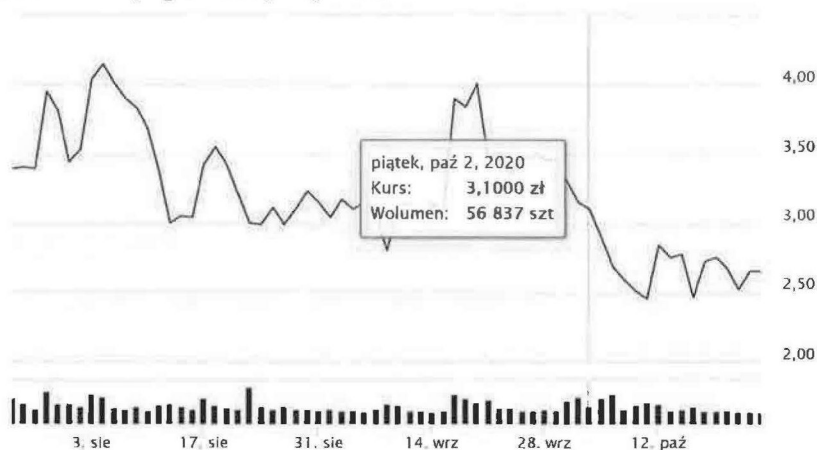
Posiadanie znacznego pakietu akcji dających kontrolę nad spółką stwarza możliwość wpływu na cenę akcji, w sposób odbiegający od zasad uczciwości rynkowej. Informacja o sprzedaży większościowego pakietu akcji jest w praktyce najczęściej odbierana jako informacja negatywna, która w dodatku może zapoczątkować masowy proces wyprzedawania akcji. Dzieje się tak dlatego, że transakcja taka może oznaczać, iż akcjonariusz większościowy, mający dokładniejszą wiedzę o bieżącej kondycji finansowej spółki, zdecydował się na jej opuszczenie. Najczęściej, efektem takiego stanu rzeczy jest powstanie paniki na rynku. Opisane zjawisko potęguje sytuacja, w której informacja o sprzedaży znacznego pakietu zostaje podana do informacji publicznej z dużym opóźnieniem.

Przykładem takiego działania jest spółka , w której akcjonariusz większościowy, będący zarazem prezesem zarządu, posiadający 59,06 % udziału w kapitale zakładowym spółki, w okresie od 10 lipca 2020 r. do 4 sierpnia 2020 r. dokonał sprzedaży 408 850 akcji stanowiących 35 % udziału w kapitale zakładowym spółki. Żona prezesa, w okresie od 28 kwietnia 2020 r. do 16 lipca 2020 r. dokonała również sprzedaży 252 110 akcji. Osoby te nie podały do wiadomości publicznej informacji o dokonanych transakcjach. Sprawą zajęła się Komisja Nadzoru Finansowego, wszczynając w tym zakresie w dniu 25 sierpnia 2020 r. postępowanie administracyjne w sprawie nałożenia kary pieniężnej. Wpływ powyższych działań na kurs akcji spółki obrazuje poniższy wykres.



Źródło: <https://www.money.pl/gielda/spolki-gpw/>

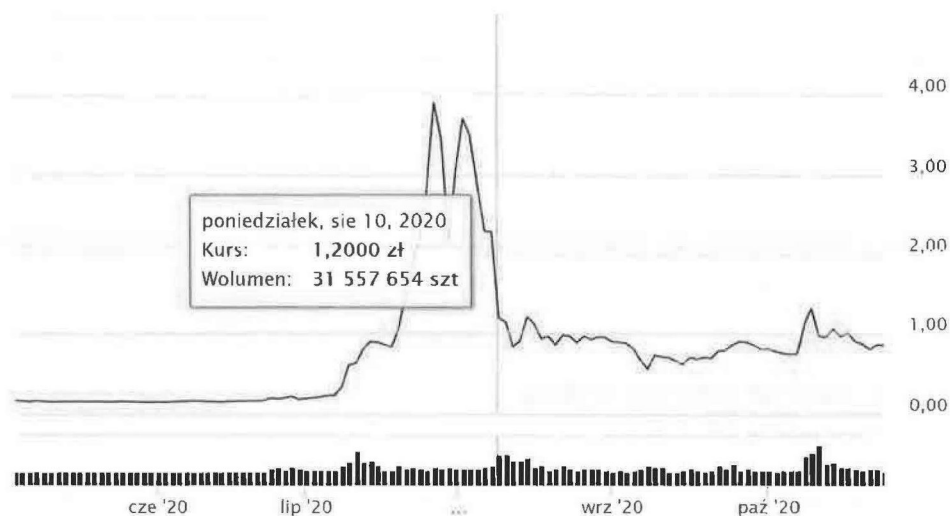
Kolejnym przykładem potwierdzającym wystąpienie opisanej zależności jest sytuacja, która zaistniała w spółce [redacted] Prezes zarządu w dniu 29 września 2020 r. dokonał sprzedaży łącznie 1,7 mln akcji spółki stanowiących 29,8 % jej kapitału zakładowego. Najbardziej zaskakującym elementem tej transakcji była cena, która średnio dla całego pakietu akcji wyniosła jedynie 60 groszy, co stanowiło 20 % jej wartości rynkowej. Działania prezesa spółki wywołały niepokój na rynku i wpłynęły na spadek kursu, co ilustruje poniższy wykres.



Źródło: <https://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html>



W przedmiotowym zakresie nie sposób pominąć również głośnego w ostatnim czasie przypadku spółki Kurs akcji od początku roku utrzymywał się na stałym poziomie, średnio wynoszącym ok. 0,15 zł. Znaczący wzrost nastąpił w wyniku opublikowania przez spółkę w dniu 8 lipca 2020 r. informacji o wprowadzeniu do obrotu maseczek medycznych. Pod koniec lipca kurs zanotował maksimum, oscylując na poziomie 4,24 zł. Jednakże, w momencie w którym rozpoczął się trend spadkowy, akcjonariusze będący członkami zarządu dokonali w dniu 10 sierpnia 2020 r. sprzedaży znacznych pakietów akcji. Powyższe działania wywołały poruszenie i nerwowość na rynku, co ilustruje poniższy wykres.



Źródło: <https://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/quote.html>


Mając na względzie wskazane przypadki, należy stwierdzić, iż **obowiązek dokonywania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów, będzie stanowił ograniczenie w zbywaniu znacznych pakietów akcji. Umożliwi to akcjonariuszom mniejszościowym wyjście ze spółki i uchroni ich przed spadkiem kursu spowodowanym niemoralnymi, a także bezprawnymi działaniami akcjonariuszy większościowych.**

3. Zapotrzebowanie rynku.

Obecnie obowiązujące regulacje prawne dotyczące alternatywnego systemu obrotu nie przewidują obowiązku dokonywania wezwań, poza jednym wyjątkiem dotyczącym zniesienia dematerializacji akcji wynikającym z art. 95 ust. 1 Ustawy o ofercie. Niemniej jednak, w tym zakresie obowiązują także inne regulacje mające tożsamy cel. Dotyczy to między innymi instytucji przymusowego wykupu, uregulowanej w art. 82 Ustawy o ofercie. Akcjonariusz lub akcjonariusz z podmiotami powiązanymi, który przekroczył 95 % ogólnej liczby głosów w spółce ma prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Identyczną regulację zawiera również art. 83 Ustawy o ofercie z tą różnicą, że to akcjonariusz spółki publicznej może zażądać wykupienia posiadanych przez niego akcji przez innego akcjonariusza, który osiągnął lub przekroczył 95% ogólnej liczby głosów w spółce. Są to uprawnienia a nie obowiązki, jednak w sytuacji w której uprawniony podmiot skorzysta ze swojego prawa, druga strona nie ma żadnych środków umożliwiających powstrzymanie się od zadośćuczynienia żądaniu. Celem wskazanych regulacji jest w szczególności ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, w związku ze znaczącym skoncentrowaniem akcjonariatu spółki publicznej. Jest to związane ze „zmniejszeniem płynności obrotu akcjami i możliwością swoistego "uwięzienia" w spółce drobnych akcjonariuszy”⁸. Omówione przepisy dotyczą zarówno spółek notowanych na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu.

Omówiony powyżej stan rzeczy, obrazuje lukę w obecnym stanie prawnym dotyczącym spółek notowanych na rynku NewConnect. Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów, daje


⁸ 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, art. 83.



akcjonariuszom mniejszościowym możliwość wyboru czy zamierzają wyjść ze spółki na sprawiedliwych warunkach, czy pozostać w niej uznając, iż zmiana kontroli nie wpływa na ich cele inwestycyjne. **Objęcie tym obowiązkiem również spółek, których akcje są notowane wyłącznie w alternatywnym systemie obrotu, zapewni spójność całego systemu prawnego i umożliwi rozwój rynku kapitałowego. Ochrona akcjonariuszy jest bowiem motorem napędowym rozwoju i zachęca do inwestowania. W tym zakresie należy mieć na uwadze zwłaszcza okoliczność, iż obowiązki informacyjne na NewConnect są dużo mniejsze niż na rynku regulowanym. Ma to na celu przede wszystkim zachęcenie inwestorów alternatywnym systemem obrotu. Należy jednak stwierdzić, że wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów będą stanowiły swoisty wentyl bezpieczeństwa i tym samym dodatkowo zwiększą atrakcyjność tego rynku.**

Zdaje się, że również akcjonariusze większościowi dostrzegają zasadność dokonywania wezwań. Doskonałym tego przykładem jest spółka _____, w której główny akcjonariusz posiadający 94.22 % udziału w kapitale zakładowym spółki, w raporcie okresowym nr _____ / 2014 z dnia 6 lutego 2014 r. poinformował o zamiarze zbycia wszystkich posiadanych akcji. Wszystkim pozostałym akcjonariuszom zaproponował jednak odkupienie ich akcji. W tej sytuacji można byłoby poprzestać na poinformowaniu o swoim zamiarze i bez wiedzy akcjonariuszy dokonać zbycia pakietu kontrolnego akcji z pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych.

Skoro nawet akcjonariusze posiadający pakiet kontrolny spółek notowanych na rynku NewConnect mają świadomość możliwości naruszenia praw akcjonariuszy mniejszościowych, to w tym zakresie nie ma żadnych racjonalnych przesłanek, aby obowiązkiem dokonywania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów nie objąć spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu.



Uwzględniając przytoczoną powyżej argumentację, należy ponownie podkreślić, że objęcie obowiązkiem dokonywania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, w związku z przekroczeniem określonego progu głosów w spółkach, których akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu jest kluczem do zapewnienia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Obecna regulacja prawna nie ma racjonalnego, funkcjonalnego ani celowościowego uzasadnienia, a w dodatku obecny stan rzeczy umożliwia funkcjonowanie i dalsze powstawanie patologii na rynku. Bezpieczeństwo inwestorów jest czynnikiem od którego zależy rozwój rynku kapitałowego. Wezwania w związku z przekroczeniem określonego progu głosów, połączone są ze zjawiskiem zwanym premią za kontrolę, która ukorzeniona jest w istocie spółki publicznej. Ze względu wymiar praktyczny, zmiana regulacji prawnych dotyczących wezwań jest konieczna.



adwokat
Rafał Wojciechowski