



Działając w imieniu akcjonariuszy mniejszościowych spółki _____, w ślad za skierowaną do Pana Premiera petycją z dnia 13.09.2019 r., prostuję omyłkę pisarską w imieniu i nazwisku jednego z reprezentowanych przeze mnie akcjonariuszy i uprzejmie wyjaśniam, że akcjonariuszem jest _____, a nie, jak zostało to omyłkowo wskazane - „_____”.

Z poważaniem,

Za Akcjonariuszy

.....
Radca prawny



Poznań, dnia 13 września 2019 roku

Akcjonariusze spółki

-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-
-

KPRM



AAA568001

KANCELARIA OGÓLNA

Wpl. 18-09-2019

RKP-74527-2019

Kancelaria Prezesa Rady Ministrów 5

reprezentowani przez:
radcę prawnego

Pan Mateusz Morawiecki
Prezes Rady Ministrów

Kancelaria Prezesa Rady Ministrów
Al. Ujazdowskie 1/3
00-583 Warszawa

PETYCJA

Szanowny Panie Premierze!

1



Działając jako akcjonariusze mniejszościowi spółki publicznej zwracamy się z petycją o podjęcie działań celem dokonania zmian w przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (zwanej dalej „ustawą o ofercie”) dotyczących sposobu ustalania ceny za akcje w ogłoszeniu wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich akcji spółki publicznej (tzw. wezwanie delistingujące) i w procedurze ustalania ceny przymusowego wykupu akcji spółki publicznej.

Informujemy, że literalne brzmienie obecnych przepisów (tak art. 79 ustawy o ofercie) wiąże cenę wezwań delistingujących i przymusowych wykupów ze średnią ceną rynkową akcji, co **pozwała na wywłaszczenie akcjonariuszy mniejszościowych poniżej wartości godziwej akcji, zatem bez zapewnienia im słusznego odszkodowania, co jest sprzeczne z Konstytucją RP i wiąże się z rażącym pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych.**

Pragniemy wskazać, że w 2008 roku spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i otrzymała od akcjonariuszy mniejszościowych 11 zł w przeliczeniu na 1 akcję. Za otrzymane od akcjonariuszy mniejszościowych środki spółka pomnożyła majątek i istotnie zwiększyła przychody. Dziś, powołując się na literalne brzmienie przepisów ustawy o ofercie, akcjonariusz większościowy tej spółki chce odkupić od nas, akcjonariuszy mniejszościowych, akcje za niewiele ponad 1 zł za akcję pod pretekstem, że tak ukształtował się średni kurs rynkowy akcji.

Polska giełda zna wiele podobnych przypadków. Np. w odniesieniu spółki w lipcu 2015 r. większościowy akcjonariusz spółki ogłosił wezwanie do sprzedaży akcji po cenie 0,75 zł. Akcjonariusze mniejszościowi zaskarżyli do sądu uchwałę w sprawie zniesienia dematerializacji akcji oraz wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych. Sąd udzielił zabezpieczenia powodom poprzez wstrzymanie wykonania uchwały, a także powołał biegłego, który potwierdził, iż kwota zaproponowana w wezwaniu rażąco odbiegała od wartości godziwej akcji spółki. W wyniku powyższych działań, cena w wezwaniu została zwiększona do poziomu 5,8 zł za akcję – a zatem niemal ośmiokrotnie. Gdyby więc w tej sprawie akcjonariusze mniejszościowi nie byli na tyle zdeterminowani, żeby bronić swoich praw w sądzie, otrzymaliby za swoje akcje ośmiokrotnie mniejszą kwotę. Praktyka zaś pokazuje, że wielu Polaków nie korzysta jednak z drogi sądowej.



Podobnych przykładów jest dużo więcej. Powołując się na dane przedstawione przez serwis parkiet.com, w ciągu ostatniej dekady z Giełdy Papierów Wartościowych wycofano 144 spółki. Obecna tendencja wykazuje wzrost zainteresowania wycofywaniem się z rynku regulowanego. W przeszłości spółki gromadziły kapitał dokonując emisji akcji po wysokich cenach. Obecnie ich akcjonariusze dominujący są zainteresowani opuszczeniem giełdy wykorzystując fakt niskich cen akcji.

Do skierowania sprawy na drogę sądową może zniechęcać także postawa Komisji Nadzoru Finansowego. Tak np. do sprawy z powództwa akcjonariuszy mniejszościowych przeciwko spółce przystąpiła Komisja Nadzoru Finansowego, bez głębszej refleksji, opowiadając się za przyjęciem wyłącznie literalnego brzmienia przepisów i takiej ich interpretacji, zgodnie z którą wartość rynkowa akcji jest jedynym wyznacznikiem ceny wezwania w procesie dematerializacji. Instytucja ta zajęła stanowisko oderwane od realiów rynku kapitałowego, iż „cena rynkowa kształtująca się podczas notowań giełdowych odzwierciedla aktualną wartość danej spółki”. Praktyka pokazuje jednak, że na kursy akcji spółek wpływa bardzo wiele czynników, niezależnych od stanu majątkowego przedsiębiorstwa spółki i perspektyw jego rozwoju (np. niska płynność obrotu, manipulacje i spekulacje giełdowe, brak ładu korporacyjnego i inne), zaś sama Komisja powinna mieć w tym obszarze jak najlepszą wiedzę. (stanowisko Komisji przedstawiamy w załączeniu). Tym samym **krzywdzące akcjonariuszy mniejszościowych regulacje ustawy o ofercie, wbrew ugruntowanej linii orzeczniczej sądów, aprobowane są przez Komisję Nadzoru Finansowego - instytucję która z założenia ma przecież stać na straży ich praw, co dodatkowo potęguje chaos i niepewność na rynku regulowanym.**

Procedura wyjścia z rynku regulowanego lub przymusowych wykupów spółek publicznych najczęściej wiąże się z pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych, a obowiązujące przepisy nie chronią ich interesów w sposób należyty. Przedstawiany w niniejszej petycji problem budzi oburzenie opinii publicznej i jest szeroko komentowany przez media.

Warto wskazać, że na płynność obrotu akcji wpływ ma struktura akcjonariatu w spółce. Gdy akcje spółki publicznej skupione są w rękach jednego podmiotu lub podmiotów powiązanych (akcjonariat większościowy), jak to ma miejsce w spółce _____, płynność obrotu akcji jest bardzo niska. Im większe rozproszenie akcjonariatu (ang. *free float*), tym wyższa płynność akcji i cena rynkowa za akcję. Inwestorzy nie są zainteresowani kupnem akcji w spółce, w której występuje i „zarządza” większościowy akcjonariusz (w obawie przed przeprowadzeniem procedury delistingu lub przymusowego wykupu). W konsekwencji wartość akcji spółki spada często do historycznie niskiej wysokości, co nie znajduje żadnego odzwierciedlenia w wartości



godziwej (fundamentalnej) spółki, która praktycznie w każdym przypadku jest zdecydowanie wyższa niż jej kapitalizacja rynkowa. Taką sytuację wykorzystują większościowi akcjonariusze, by stosunkowo niskim kosztem, nierzadko wskutek manipulacji rynkowymi cenami za akcję, wycofać spółkę z rynku regulowanego, krzywdząc przy tym akcjonariuszy mniejszościowych lub wręcz niskim kosztem wywłaszczyć ich przeprowadzając przymusowy wykup. Proceder ten przynosi im wielomilionowe zyski kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.

Obecnie trwają prace nad projektem ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (numer projektu UC130). Zgodnie z założeniem Projekt ustawy stworzony przez Ministerstwo Finansów ma na celu ustanowienie regulacji prawnych zachęcających akcjonariuszy spółek publicznych do długoterminowego zaangażowania oraz zwiększających przejrzystość stosunków prawnych między spółkami a inwestorami. **Nasz przykład pokazuje, że bez wprowadzenia zmian w zakresie procedury delistingu założony przez Ministerstwo cel nie zostanie zrealizowany.**

Obowiązek ogłoszenia wezwania delistującego określony jest w art. 91 ust. 6 ustawy o ofercie, który nakazuje stosować do niego odpowiednio przepisy art. 77 – 79 ustawy o ofercie. Z powyższego odesłania wynika m.in. obowiązek ustalenia ceny za akcje w wezwaniu (względnie cenę przymusowego wykupu) w sposób zgodny z art. 79 ustawy o ofercie, tj. m.in. jako nie niższej niż wynikająca ze średniej arytmetycznej kursów akcji z określonych okresów poprzedzających ogłoszenie wezwania.

Niemniej, **orzecznictwo sądów stoi na stanowisku, że przy wycenie akcji w takim przypadku należy uwzględnić także wartość godziwą akcji.** Wielokrotnie w ostatnich latach wskazywały na to sądy powszechne udzielając zabezpieczenia powództwom akcjonariuszy mniejszościowych przeciwko uchwałom walnych zgromadzeń w sprawie zniesienia dematerializacji i wycofania akcji spółki z obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (np. sprawa spółki).

Tak również stwierdził Sąd Okręgowy w Łodzi Wydział X Gospodarczy, który rozpoznaje pod sygnaturą akt . . . powództwo akcjonariuszy mniejszościowych spółki . . .

o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie uchwały numer 5 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia . . . Spółki Akcyjnej z dnia 17 sierpnia 2018 roku w sprawie zniesienia dematerializacji akcji oraz wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych Spółkę Akcyjną z siedzibą w Warszawie, udzielając



zabezpieczenia roszczeniom powodów poprzez wstrzymanie wykonania zaskarżonej uchwały. Postanowienie to zostało utrzymane w mocy przez Sąd Apelacyjny w Łodzi.

W ocenie Sądu „*pozwana zobowiązana była ustalić cenę w wezwaniu poprzedzającym podejmowanie przez nią uchwały o cofnięciu dematerializacji akcji w takiej wysokości by była ona ceną godziwą i z należyтым wyprzedzeniem (...) Wskazanie w wezwaniu do wykupu akcji ceny nieodpowiadającej wartości godziwej akcji może być potraktowane jako działanie na szkodę akcjonariusza mniejszościowego. Uchwała taka może więc godzić w dobre obyczaje i prowadzić do pokrzywdzenia akcjonariuszy*”.

Jak akcentowały sądy w uzasadnieniach postanowień udzielających zabezpieczenia akcjonariuszom mniejszościowym w innych sprawach o zniesienie dematerializacji akcji, cena za akcje w wezwaniu poprzedzającym wycofanie ich z publicznego obrotu musi spełniać również kryterium ceny godziwej, natomiast art. 79 ustawy o ofercie wprowadza jedynie granicę, poniżej której akcje nie mogą być nabywane w ramach takiego wezwania, nawet jeżeli ich wartość godziwa byłaby niższa. Tę granicę stanowią przede wszystkim przyjęte w rzeczonym artykule średnie arytmetyczne kursów akcji z określonych okresów notowań poprzedzających ogłoszenie wezwania, a także wymóg zapłacenia ceny nie niższej od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące, lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.

Jak słusznie zauważył Sąd Okręgowy w Łodzi w naszej sprawie: „*W spółce, która jest notowana na rynku regulowanym, możliwe jest stosunkowo łatwe zbycie akcji. Zniesienie dematerializacji akcji i zakończenie notowań na Giełdzie Papierów Wartościowych wiąże się z utrudnieniem w zbywaniu akcji. Akcjonariusz musi wtedy sam poszukiwać nabywcy. Akcje są trudno zbywalne, co wpływa na obniżenie ich ceny. W praktyce może oznaczać brak możliwości zbycia niewielkiego pakietu akcji. W takiej sytuacji akcjonariusze muszą mieć możliwość „wyjścia” ze spółki w związku z planowanym delistingiem. Ma to na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych i pozwolenie im na wyjście ze spółki po godziwej cenie*”.

Regulacja dotycząca minimalnej ceny za akcję w wezwaniu delistingującym z założenia ma stanowić gwarancję ochrony podstawowych interesów akcjonariuszy mniejszościowych. W przypadku zniesienia dematerializacji akcji, ustalenie ceny minimalnej powinno zapobiegać nie tylko pozbawieniu akcjonariuszy korzyści z przeniesienia kontroli nad spółką. Modyfikacja



wynikająca z odpowiedniego stosowania przepisu powinna uwzględniać fakt, że po zniesieniu dematerializacji i zakończeniu notowań spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych, zbycie akcji będzie znacznie utrudnione, wręcz niemożliwe.

Ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki, w której zaproponowana cena jest rażąco niska i odbiegająca od wartości godziwej akcji, jest oczywiście krzywdząca dla akcjonariuszy mniejszościowych. De facto w takiej sytuacji akcjonariusze mniejszościowi zostają pozbawieni możliwości „pozbycia się” swoich akcji, mimo że wezwanie to ma pełnić funkcję gwarancyjną, uwzględniać premię za przejęcie kontroli nad spółką i umożliwić im zbycie akcji i wyjście ze spółki jeszcze publicznej. Gdy bowiem taki akcjonariusz postanawia nie sprzedać pakietu swoich akcji po rażąco niskiej cenie (co jest oczywiście uzasadnione z ekonomicznego punktu widzenia), zmuszony zostaje do szukania nabywców poza rynkiem publicznym, co w istocie sprawia, że sprzedaż ta bywa najczęściej praktycznie niemożliwa.

Akcjonariusze w procedurze delistingu są więc poddani silnej presji, by sprzedać swoje akcje. Nie bez powodu więc ustawodawca ustanawia sądową kontrolę nad uchwałami dotyczącymi wycofania spółki publicznej z rynku regulowanego i dematerializacji akcji. Z uwagi na opisane wyżej problemy, niezbędna jest jednak jeszcze większa ochrona mająca na celu zabezpieczenie interesu akcjonariuszy mniejszościowych przed niekorzystnymi dla nich zjawiskami i, niejako legalizującymi ten proceder, niejasnymi przepisami prawa.

W rzeczywistości jako akcjonariusze mniejszościowi spółki zostaliśmy pozostawieni sami sobie z wyborem: sprzedać swój pakiet akcji po cenie rażąco niekorzystnej, czy zachować swój pakiet akcji ze świadomością, że jego zbycie poza rynkiem publicznym nie będzie praktycznie możliwe.

Na naszym przykładzie widoczne jest, że wezwanie, które z założenia miało nas chronić, nie spełnia swojej funkcji gwarancyjnej. Większościowy akcjonariusz chce nas wycisnąć ze spółki i przejąć nad nią kontrolę, bez zapewnienia nam premii za kontrolę (tzw. *control premium*), chce nas wywłaszczyć bez zapewnienia słusznego odszkodowania.

Nie ulega wątpliwości, że akcjonariusze mniejszościowi nie zdecydowaliby się na nabycie akcji bez możliwości łatwego ich zbycia na rynku regulowanym. W naszej sprawie w rzeczywistości sprzedaż akcji przez akcjonariuszy mniejszościowych w odpowiedzi na wezwanie jest w zasadzie jedynym sposobem „wyjścia” ze spółki. Spółka potwierdziła to w treści wezwania, w którym wskazano wprost, że możliwe jest „wyciśnięcie” w drodze przymusowego



wykupu pozostałych akcjonariuszy w przypadku przekroczenia przez (głównego akcjonariusza) udziału wynoszącego 90% w spółce.

Warto również podkreślić, że **obecne przepisy ustawy o ofercie są sprzeczne z dyrektywą 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (zwaną dalej „Dyrektywą”)**. Wynika to z wadliwej implementacji Dyrektywy w zapisach ustawy o ofercie. Dyrektywa przewiduje bowiem wymóg przyjęcia przesłanki wartości godziwej w wezwaniu, która dotyczy przede wszystkim instytucji „squeeze out” (przymusowego wykupu).

Zgodnie z art. 3 ust. 1 lit. a) Dyrektywy: *„Do celów wykonania niniejszej dyrektywy Państwa Członkowskie zapewniają, że spełnione są następujące zasady: wszyscy posiadacze tego samego rodzaju papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą być traktowani jednakowo; co więcej, jeżeli osoba przejmie kontrolę nad spółką, inni posiadacze papierów wartościowych muszą być chronieni”*.

Sytuacja przejęcia kontroli, o której głównie mowa w Dyrektywie, jest niezwykle zbliżona do sytuacji, która aktualnie ma miejsce w spółce _____, gdzie główny akcjonariusz posiada 80% głosów i zmierza do przejęcia pełnej kontroli nad spółką.

Przedstawioną w niniejszej petycji linię orzecniczą sądów akcjonariusze mniejszościowi spółki _____ w pełni aprobują i uznają za właściwą. Pomimo jednak, że sądy powszechne słusznie nie poprzestają na wykładni literalnej przepisów ustawy o ofercie i starają się brać w ochronę akcjonariuszy mniejszościowych, dokonując wykładni celowościowej i systemowej (odwołując się także do ustawodawstwa unijnego), to **brak jest obecnie regulacji pozwalających na jednoznaczne określenie wymogów przy ustalaniu ceny w wezwaniu delistingujących**.

Panie Premierze!

Przez kilka lat piastował Pan w obecnym rządzie funkcję Ministra Rozwoju, a także Ministra Rozwoju i Finansów. W swoich wypowiedziach wielokrotnie podkreślał Pan, jak ważny jest rozwój przedsiębiorczości i rynku kapitałowego w Polsce oraz że rozwój ten będzie Pan wspierał.

Podczas odbywającej się w Bukowinie Tatrzańskiej XVII Konferencji Izb Domów Maklerskich "Rynek kapitałowy dla budowania dobrobytu Polaków" mówił Pan tak: *„Mocny i wiarygodny rynek kapitałowy stanowić będzie fundament dla wielu inicjatyw z naszej rządowej strategii”*.



W kontekście powyższego z dużym rozczarowaniem przyjęliśmy stanowisko Ministra Finansów, wyrażone pismem z dnia 27 maja 2019, w odpowiedzi na petycję [redacted], w którym zlekceważono słuszne postulaty [redacted], prezentując stanowisko, że istniejące regulacje dotyczące ustalenia ceny przymusowych wykupów (a ten sam przepis reguluje sposób ustalenia ceny wezwań delistingujących) „wystarczająco i należyście zabezpieczają interesy akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek”. (pismo Ministerstwa Finansów przestawiamy w załączeniu).

Ufamy, że zaprezentowane przez Ministra Finansów stanowisko nie jest oficjalnym stanowiskiem Rządu RP, ale wynika ono jedynie z bezrefleksyjnej opinii urzędnika, który nie posiada elementarnej wiedzy w zakresie praktyki funkcjonowania rynków kapitałowych.

Pragniemy zwrócić uwagę, że zjawiska, które można dostrzec na rynku kapitałowym i obecne brzmienie przepisów ustawy o ofercie, nie sprzyjają rozwojowi przedsiębiorczości, a wręcz przeciwnie – rozwój ten zakłócają.

Sądy powszechne słusznie dopuszczają możliwość weryfikacji ceny zaoferowanej w wezwaniu poprzedzającym zniesienie dematerializacji akcji na drodze sądowej stając na stanowisku, iż powinna ona spełniać kryterium ceny godziwej. Dopuszczalność takiej kontroli jest powszechnym standardem wszystkich systemów prawnych państw rozwiniętych (funkcjonuje to pod pojęciem *appraisal right*). Brak sądowej kontroli ceny w wezwaniu mógłby skutkować nadużywaniem swoich uprawnień przez akcjonariuszy większościowych ze szkodą dla akcjonariuszy mniejszościowych i całego rynku kapitałowego.

Wymóg, by cena w wezwaniu delistingujących czy przymusowym wykupie była ceną godziwą, wynika zarówno z przepisów kodeksu spółek handlowych, jak i z ogólnych zasad całego systemu prawa, które nakazują działanie w sposób uczciwy i zabraniają nadużywania swoich praw podmiotowych. Niemniej, sprawa spółki [redacted], jak i wiele innych spraw, w których zapadły podobne orzeczenia, pokazuje jasno, że problem istnieje i jest bardzo doniosły.

Potrzeba wprowadzenia odpowiednich regulacji prawnych nie leży tylko w interesie akcjonariuszy mniejszościowych, ale także w interesie Państwa, gdyż doprowadzi do zwiększenia pewności i bezpieczeństwa obrotu na rynku kapitałowym. Szczególnie w momencie, gdy wdrażane są Pracownicze Plany Kapitałowe, niezbędne jest wprowadzenie takich regulacji, które zabezpieczą interesy majątkowe milionów Polaków.



Jak słusznie wskazywała prof. _____, była prezes zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie: *"Żaden rynek, żadna giełda nie może funkcjonować bez zaufania. (...) To zaufanie spowoduje, że spółki, inwestorzy indywidualni będą chcieli przychodzić na giełdę"*.

Panie Premierze!

Jako doświadczony manager i ekonomista z pewnością zdaje sobie Pan sprawę z kluczowej roli, jaką w nowoczesnej gospodarce odgrywa zdrowy rynek kapitałowy, bez którego nie można sobie wyobrazić rozwoju gospodarczego powyżej zaledwie przeciętnego poziomu. Jednak w chwili obecnej w Polsce spada zaufanie społeczeństwa do giełdy papierów wartościowych i rynku kapitałowego w ogólności, który jest postrzegany jako sposób nieuczciwego bogacenia się nielicznych, kosztem ogółu inwestorów. Powoduje to powszechny odwrót od tej formy inwestowania, a giełda traci swoją rolę jako narzędzia koncentracji kapitału. **Bez wprowadzenia odpowiednich standardów ochrony kapitału inwestorów, krajowy rynek kapitałowy będzie nadal dryfował w kierunku wypaczonej formy oligarchicznej, w jaką przekształca się obecnie, co gorsza, mając w tym poparcie instytucji nadzoru rynku kapitałowego. Bez wprowadzenia odpowiednich regulacji również Pracownicze Plany Kapitałowe staną się szybko ofiarą opisywanych przez nas nadużyć: delistingów i przymusowych wykupów poniżej wartości godziwej, czemu sprzyja obecny stan prawny.**

Ufamy, że nie taki kierunek ewolucji rynku kapitałowego w Polsce jest zamierzeniem kierowanego przez Pana rządu, tym bardziej, że tworzące rządzącą koalicję ugrupowania polityczne deklarowały, że w przypadku zaistnienia nadużyć stoją po stronie zwykłych ludzi. A opisany problem dotyczy bardzo szerokiej rzeszy drobnych inwestorów giełdowych. Liczymy, że nasza petycja spowoduje zmianę stanowiska podległych Panu instytucji państwowych: Ministerstwa Finansów i Komisji Nadzoru Finansowego i zaowocuje inicjatywą ustawodawczą, która przyczyni się do poprawy ładu korporacyjnego spółek publicznych.

Z poważaniem,

Za Akcjonariuszy

.....
Radca prawny



Załączniki:

- 1) Pełnomocnictwa,
- 2) pismo procesowe Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 25 kwietnia 2019 (sygn. akt:),
- 3) pismo Ministra Finansów z dnia 27 maja 2019 do
- 4) artykuł Rzeczpospolitej „Legislacyjna schizofrenia na rynku kapitałowym”

Poznań, dnia 13 września 2019 r.

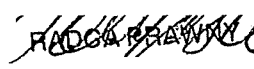
PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu
, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną
przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod
numerem , prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego
przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów
petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w
przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej
i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do
zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach
publicznych.

.....


Za zgodność z oryginałem

dnia 13.09.2019

.....Przemysław....., ..04..09.. 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu

, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem, prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia ..13..09..2019

/
(podpis)

~~RADCA PRAWNY~~

Piła dnia 06.09. 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu

, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem , prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego przy ul. ,

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia 13.09.2019

.....

(podpis)

RADCA PRAWNY

Częstochowa 12.09.2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu

, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem , prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia 13.09.2019

.....
(podpis)

11 RADIKA PRAWNIK

Pęcice, 11.09.2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany, _____,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu _____, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem _____, prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego przy ul. _____

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia13.09.2019.....

.....

(podpis)

RADCA PRAWNY
[Podpis]

Warszawa, 11 września, 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu
....., wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną
przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod
numerem, prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego
przy ul.,

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów
petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w
przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej
i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do
zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach
publicznych.

.....

(podpis)

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia 13.09.2019
.....
RADCY PRAWNY

Warszawa, 02.09 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu ,
wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę
Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem : , prowadzącej
Kancelarię Radcy Prawnego przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji
dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach
ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach
wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego
systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań
dnia 13.09.2019

.....

(podpis)

~~RADCA PRAWNY~~

Warszawa, 02/09 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisana,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu
wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę
Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem , prowadzącej
Kancelarię Radcy Prawnego przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji
dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach
ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach
wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego
systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia 13.09.2019

.....

(podpis)

RADCA PRAWNY

Warszawa....., 02.09. 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu ,
wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę
Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem , prowadzącej
Kancelarię Radcy Prawnego przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji
dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach
ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach
wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego
systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

.....

(podpis)

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia 13.09.2019

RADCA PRAWNY

Krośnice, 2.09.2019 r.

PELNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu
.....
wpisanej na listę radców prawnych
prowadzoną przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w
Poznaniu pod numerem, prowadzącej
Kancelarię Radcy Prawnego przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów
petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania
zmian w przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o
ofercie publicznej i warunkach wprowadzania
instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu
obrotu oraz o spółkach publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia 13.09.19

RADCA PRAWNY

RADCA PRAWNY

Poznań, dnia 13 września 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany, ,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu
, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną
przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod
numerem , prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego
przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji
dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w
przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i
warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do
zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

.....

(podpis)

Poznań, 04.09.2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu

, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod numerem , prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego przy ul.

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

zgodność z oryginałem
Poznań
dnia 13.09.2019

RADCA PRAWNY

(podpis)

Poznań, 13.09.2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Ja, niżej podpisany,

udzielam pełnomocnictwa radcy prawnemu
, wpisanej na listę radców prawnych prowadzoną
przez Okręgową Izbę Radców Prawnych w Poznaniu pod
numerem , prowadzącej Kancelarię Radcy Prawnego
przy ul. ,

do złożenia w moim imieniu do Prezesa Rady Ministrów
petycji dotyczącej podjęcia działań celem dokonania zmian w
przepisach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej
i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do
zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach
publicznych.

Za zgodność z oryginałem
Poznań

dnia 13.09.19

.....
RADCA PRAWNY



KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO

ODPIS

DPP-WOP2.0221.7.2018.DW

Warszawa, 25 kwietnia 2019 r.

Sąd Okręgowy w Łodzi
X Wydział Gospodarczy
Plac Dąbrowskiego 5
90-921 Łódź

Pismo procesowe

W związku z zawiadomieniem o posiedzeniu Sądu w sprawie z powództwa

(Powodowie) przeciwko
dotyczącego uchylecia lub stwierdzenia nieważności uchwał
zgromadzenia wspólników i walnego zgromadzenia, przedstawiam poniżej stanowisko
Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego.

Pozwem z dnia 24 sierpnia 2018 r. wniesione zostało powództwo o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie uchwały w sprawie zniesienia dematerializacji akcji oraz wycofania akcji spółki _____ z obrotu na rynku regulowanym (podstawowym) prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. wraz wnioskiem o udzielenie zabezpieczenia przez wstrzymanie wykonania tej uchwały. Głównym zarzutem przeciwko uchwale była nieodpowiednia cena zaproponowana w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji. Cena zaproponowana w wezwaniu była wyższa, niż cena wymagana przez art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu, oraz o spółkach publicznych. Pomimo tego uchwała została zaskarżona, ponieważ zdaniem skarżących cena z wezwania nie jest „ceną godziwą”. Postanowieniem z dnia 17 września 2018 r. Sąd Okręgowy w Łodzi udzielił zabezpieczenia roszczenia Powodów zgodnie z ich żądaniem zawartym w pozwie. W postanowieniu o udzieleniu zabezpieczenia, sąd uznał, że spółka obowiązana była ustalić cenę w wezwaniu poprzedzającym podejmowanie uchwał o cofnięciu dematerializacji akcji w takiej wysokości by była ona ceną godziwą. Zdaniem sądu, wskazanie w wezwaniu do wykupu akcji ceny

KNF

Adres siedziby: ul. Piłkna 20, 00-549 Warszawa, tel. +48 22 262 50 00, fax +48 22 262 51 11, www.knf.gov.pl
Adres do korespondencji: Plac Powstańców Warszawy 1, skr. poczt. nr 419, 00-950 Warszawa 1
Biuro podawcze: Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa

nieodpowiadającej wartości godziwej akcji może być potraktowane jako działanie na szkodę akcjonariusza mniejszościowego. Intepretując przepis art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa o ofercie), sąd stwierdził, iż ustalana na podstawie tego przepisu cena minimalna nie oznacza, że jest ona godziwa i przy określaniu ceny dotychczasowe notowania nie mogą być jedynym miernikiem.

Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego podjął decyzję o przystąpieniu do powyższego postępowania, bowiem takie stanowisko sądu jest sprzeczne z literalnym brzmieniem art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie, zgodnie z którym cena akcji proponowana w wezwaniach:

1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od:

a) średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo

b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu - jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a;

2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe - nie może być niższa od ich wartości godziwej.

Przepis ten wprowadza minimalną cenę, jaka musi zostać zaproponowana akcjonariuszom w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji. Z powołanego powyżej przepisu jednoznacznie wynika, że minimalną cenę akcji ustala się na podstawie średniej ceny rynkowej z okresu ostatnich 6 miesięcy, ewentualnie na podstawie średniej ceny rynkowej z krótszego okresu. Ustalenie ceny wg wartości godziwej może nastąpić jedynie wtedy, gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt art. 79 ust. 1 pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe.

Ugruntowanie linii orzeczniczej zaprezentowanej przez sąd, sprzecznej z literalnym brzmieniem art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie narusza wartości takie jak stabilność, przejrzystość i zaufanie do rynku finansowego, a także niejednokrotnie narusza również uzasadnione interesy spółek chcących przeprowadzić proces zniesienia dematerializacji swoich akcji i wycofać się z giełdy.

Stanowisko zaprezentowane powyżej przyjmują również przedstawiciele doktryny. „Przepis art 79 ustawy o ofercie, co do zasady, nie uzależnia ustalenia ceny od wymogu równości takiej ceny wartości godziwej. Wartość godziwa akcji jest bowiem elementem pomocniczym w przypadku, gdy nie jest możliwe ustalenie ceny akcji według zasad ogólnych” (por. Pawłowski Michał, Woźniak Rafał, Wezwanie na zamianę akcji). „Podstawowa regułą wynikającą z art. 79 ust 1 pkt 1 ustawy o ofercie jest nakaz, aby cena minimalna proponowana w wezwaniu na akcje będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym nie była niższa niż średnia cena rynkowa tych akcji z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie

których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo średniej ceny rynkowej z krótszego okresu - jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż 6 miesięcy. Wprowadzenie takich okresów pozwala spojrzeć na wartość akcji z szerszej perspektywy i uniknąć sytuacji, w której wartość byłaby ustalana na podstawie incydentalnego, nieuzasadnionego zawyżenia lub obniżenia kursu. (...) Ustawodawca wprowadził w komentowanym artykule rozwiązanie pozwalające na ustalenie minimalnej ceny także w przypadku, w którym brak jest możliwości ustalenia ceny w oparciu o średnią cenę rynkową lub w przypadku spółki, co do której otwarto postępowanie układowe lub upadłościowe. W art 79 ust 1 pkt 2 ustawy o ofercie wskazano, że w takim wypadku cena proponowana w wezwaniu nie powinna być niższa niż wartość godziwa akcji, nie określając przy tym kryterium ustalenia, że mamy do czynienia z wartością godziwą." (por. Art. 79 Oferta publiczna red. Wierzbowski 2014, wyd. 2). „Po pierwsze, sposób kształtowania ceny w wezwaniu został szczegółowo określony w ww. ustawie i stanowiącej źródło dla tej regulacji unijnej dyrektywie 2004/25/WE z 21.4.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L Nr 142, s. 12). W świetle regulacji ustawy, podstawowym kryterium ustalania ceny akcji w wezwaniu jest założenie, iż cena w wezwaniu nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu sześciu miesięcy (w niektórych przypadkach również trzech miesięcy) poprzedzających ogłoszenia wezwania, oraz od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia (lub podmioty od niego zależne, dominujące, czy też działające z nim w porozumieniu) zapłacił w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Kryteria przewidziane przez ustawę są jednoznaczne i nie odwołują się do wartości księgowej czy wartości aktywów spółki. Po drugie, rynek kapitałowy działa na podstawie założenia, że cena rynkowa kształtująca się podczas notowań giełdowych odzwierciedla aktualną wartość danej spółki. Założenie to zostało, jak się wydaje, zaakceptowane przez ustawodawcę i uwzględnione w art. 79 ustawy o ofercie. Kwestionowanie tego założenia prowadzi do wniosku, że przy ustalaniu ceny odpowiadającej wartości danej spółki na potrzeby ogłaszanego wezwania, moglibyśmy posłużyć się dowolnymi wskaźnikami. To z kolei godzi w pewność porządku prawnego, ponieważ dopuszcza możliwość kwestionowania ceny ustalonej zgodnie z wymogami analizowanej ustawy, co mogłoby negatywnie wpłynąć na transakcje zawierane na rynku kapitałowym, a w konsekwencji na rynek przejęć spółek publicznych." (por. M. Zmysłowska; Ustalenie ceny godziwej w tzw. wezwaniu delistującym).

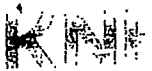
Jak wynika z powyższego, ustawodawca jako zasadę przyjął, że cena rynkowa akcji obliczana zgodnie z art. 79 ustawy o ofercie stanowi samodzielną podstawą do ustalenia ceny w wezwaniu określonym w art. 91 ustawy o ofercie. Wymóg uwzględniania wartości godziwej dotyczy szczególnego rodzaju sytuacji i jest stosowany jedynie zastępczo, gdy nie jest możliwe oparcie się na średniej cenie rynkowej, nie może natomiast stanowić kryterium korygującego cenę w przypadku, gdy jest ona ustalana na podstawie średniej ceny rynkowej. Brak jest bowiem przepisów prawa umożliwiających takie działania korygujące. A zatem rozstrzygnięcie Sądu stwierdzające, że cenę w wezwaniu poprzedzającym podejmowanie uchwał o cofnięciu dematerializacji akcji należy ustalić jako cenę godziwą, mimo możliwości ustalenia jej na

podstawie średniej ceny rynkowej, jest w opinii Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego sprzeczne art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie.

Oświadczam, że odpisy pisma procesowego zostały nadane przesyłką poleconą do pełnomocników stron postępowania.

RADCA PRAWNY

Arkadiusz Famiński
WA-3127



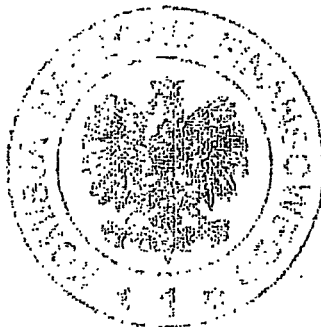
URZĘDZ
RADZORU
FINANSOWEGO

Warszawa, dnia 23 stycznia 2019 r.

PEŁNOMOCNICTWO

Niniejszym udzielam pełnomocnictwa Panu Arkadiuszowi Famirskiemu – Zastępcy Dyrektora Departamentu Prawnego w Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego - radcy prawnemu (nr wpisu WA-6127) do reprezentowania Komisji Nadzoru Finansowego, Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego oraz Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego przed Sądem Najwyższym, sądami powszechnymi, sądami administracyjnymi oraz organami władzy publicznej.

PEŁNOMOCNICTWO
KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO
[Signature]
Poczt. 419/17



RADCA PRAWNY
[Signature]
Arkadiusz Famirski
WA-6127

Warszawa 23.01.2019.



RZECZPOSPOLITA POLSKA
MINISTER FINANSÓW

FN3.056.3.2019

Skarżący Paweł Prochoc,

w związku z petycją z dnia 6 marca 2019 r. w sprawie zmiany przepisów dotyczących przymusowego wykupu akcji od akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych uprzejmie dziękuję za przekazane spostrzeżenia i opinie. Wyjaśniam jednocześnie, że w ocenie Ministerstwa Finansów, uwzględniającej również stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego, postulowane zmiany wydają się być niezasadne.

Należy wskazać, że instytucja przymusowego wykupu akcji została wprowadzona do polskiego porządku prawnego wskutek implementacji dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia, co znalazło swoje odzwierciedlenie w art. 418 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2019 r. poz. 505) (dalej „k.s.h.”) – w przypadku spółek niepublicznych, oraz w art. 82 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. z 2019 r. poz. 623) (dalej „ustawa o ofercie”) – w odniesieniu do spółek publicznych. Dodatkowo, w przypadku spółek publicznych, szczegółowe uregulowania dotyczące przymusowego wykupu akcji zostały zawarte w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu (Dz. U. poz. 1948). Należy podkreślić, że instytucja przymusowego wykupu akcji uregulowana jest odmiennie w odniesieniu do spółek publicznych i niepublicznych. Trzeba mieć zatem na uwadze różnice w sposobie stosowania poszczególnych mechanizmów przymusowego wykupu w zależności od rodzaju spółki. W zakresie spółek publicznych, zgodnie z art. 82 ustawy o ofercie, 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 tej ustawy, osiągnął lub przekroczył 90% 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. Tak ukształtowana konstrukcja instytucji przymusowego wykupu może prowadzić do kolizji interesów dwóch grup akcjonariuszy – mniejszościowych i większościowych. Należy przy tym stwierdzić, że niejednolita sytuacja pomiędzy tymi akcjonariuszami wynika przede wszystkim z różnego stopnia ich zaangażowania kapitałowego w spółce, czego emanacją jest kluczowa dla funkcjonowania rynku spółek publicznych zasada rządów większości, której funkcjonowanie

uzasadnione jest w szczególności faktem, że akcjonariusz, który wniósł większy kapitał, ponosi również większe ryzyko gospodarcze. Niemniej należy jednak zważyć, że ustawodawca stara się zagwarantować mechanizmy ochrony prawnej akcjonariuszy mniejszościowych, tak aby uniemożliwić całkowitą majoryzację struktur spółki przez większość. W tym kontekście należy zaznaczyć, że ustawodawca stosuje narzędzia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych również w odniesieniu do instytucji przymusowego wykupu akcji. Narzędzia te powodują jednocześnie różnice w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w porównaniu do sytuacji takich akcjonariuszy, wynikającej z regulacji dotyczących spółek niepublicznych zawartych w k.s.h.

Podstawowym mechanizmem ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych wynikającym z art. 82 ustawy o ofercie są ustawowo określone zasady ustalania ceny przymusowego wykupu. Zgodnie bowiem z ust. 2 ww. artykułu cenę przymusowego wykupu ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1–3 ustawy o ofercie. Stosuje się zatem analogiczne regulacje jak przy obliczaniu ceny akcji w wezwaniach do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółek publicznych. Tym samym cena wykupywanych akcji nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających dzień zgłoszenia żądania wykupu, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż 6 miesięcy. Jednocześnie cena wykupywanych akcji nie może być także niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wykupu podmiot żądający wykupu, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące, lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed zgłoszeniem żądania wykupu, albo najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot żądający wykupu lub podmioty, o których mowa powyżej, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wykupu, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem żądania przymusowego wykupu. Ponadto cena akcji proponowana w ogłoszeniu o wykupie nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania. W tym miejscu należy zaznaczyć, że ustawodawca celowo uregulował kwestię ustalania ceny akcji w przymusowym wykupie w sposób tak szczegółowy, aby zapobiec ewentualnym nadużyciom. Jednocześnie należy podkreślić, że regulacje art. 79 ust. 1–3 w zw. z art. 82 ustawy o ofercie mają charakter bezwzględnie obowiązujący i nie podlegają modyfikacjom w statucie spółki, co gwarantuje niezmiennosc wskazanych wyżej zasad ustalania ceny w przymusowym wykupie akcji. Powyższe oznacza, że akcjonariusze większościowi, nawet przy uwzględnieniu swojej dominującej pozycji, nie mają wpływu na finalną cenę akcji w przymusowym wykupie. Warto również zaznaczyć, że przepisy ustawy o ofercie nakazują skierować żądanie przymusowego wykupu akcji do wszystkich pozostałych akcjonariuszy, bez możliwości potencjalnego dyskryminowania lub faworyzowania poszczególnych akcjonariuszy mniejszościowych. Ponadto, takie żądanie musi zostać skutecznie doręczone wszystkim wykupowanym akcjonariuszom w terminie 3 miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia progu 90% głosów na walnym zgromadzeniu.

W tym miejscu należy również zauważyć, że przytoczony w petycji wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt P 25/02, odnosi się wyłącznie do instytucji przymusowego wykupu spółek prywatnych. Tym samym postulaty dotyczące „godziwości ceny” czy naruszeń związanych z niesłusznym wywłaszczeniem akcjonariuszy mniejszościowych dotyczą wyłącznie art. 418 k.s.h., nie zaś art. 82 ustawy o ofercie. Należy tutaj zaznaczyć, że k.s.h. zawiera odmienne od zawartych w ustawie o ofercie regulacje dotyczące kalkulacji ceny akcji w przymusowym wykupie. Przepis art. 418 k.s.h. odsyła w tym zakresie do art. 417 § 1–3 k.s.h. Należy przy tym zwrócić uwagę, iż w świetle art. 418 § 4 k.s.h.

przepisy art. 417 k.s.h. nie będą miały zastosowania do spółek publicznych. W związku z tym należy przyjąć, że nie znajdują wtedy zastosowania przepisy dotyczące wyceny akcji dokonywanej na podstawie ceny akcji notowanej na rynku regulowanym. Zatem w przypadku spółek prywatnych wykupu akcji dokonuje się po cenie ustalonej przez biegłego, wybranego zgodnie z art. 417 § 1 k.s.h., tj. przez walne zgromadzenie albo przez sąd rejestrowy na wniosek zarządu, w przypadku, gdy walne zgromadzenie nie dokona wyboru biegłego.

Drugim kluczowym mechanizmem ochronnym dla akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych jest kwestia obligatoryjnego pośrednictwa w transakcji przymusowego wykupu podmiotu prowadzącego działalność maklerską. Pośrednictwo profesjonalnego podmiotu daje większą szansę na prawidłowe przeprowadzenie transakcji przymusowego wykupu. Zgodnie z art. 82 ust 5 ustawy o ofercie podmiot ten zobowiązany jest na 14 dni roboczych przed rozpoczęciem przymusowego wykupu akcji spółki publicznej do równoczesnego powiadomienia o zamiarze jego ogłoszenia zarówno Komisji Nadzoru Finansowego oraz Giełdy Papierów Wartościowych S.A. – jako podmiotu prowadzącego rynek regulowany.

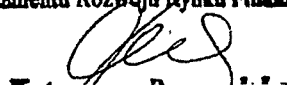
Kolejną gwarancją ochrony akcjonariuszy mniejszościowych jest obligatoryjny nadzór zewnętrzny prowadzony przez Komisję Nadzoru Finansowego. W tym zakresie organ ten czuwa nad właściwym sposobem ustalania ceny przymusowego wykupu oraz kontroluje całą transakcję. Za naruszenie zasad dokonywania przymusowego wykupu wynikających z art. 82 ustawy o ofercie Komisja Nadzoru Finansowego może w drodze decyzji nałożyć karę pieniężną do wysokości 10 milionów złotych.

Należy również zauważyć, że dodatkowe regulacje dotyczące przymusowego wykupu, zawarte w przepisach rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu, szczegółowo określają sposób publikacji informacji o zamiarze nabycia akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu, w tym poprzez ogłoszenie przedmiotowego zamiaru w co najmniej jednej agencji informacyjnej i co najmniej jednym dzienniku o zasięgu ogólnopolskim, oraz szczegółowe warunki nabywania akcji objętych przymusowym wykupem.

Mając na uwadze powyższe, w ocenie Ministerstwa Finansów, przedstawione regulacje prawne dotyczące instytucji przymusowego wykupu akcji spółek publicznych wystarczająco i należyście zabezpieczają interesy akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek. W związku z tym wydaje się, że wprowadzenie dodatkowych, rekomendowanych przez przepisów w tym zakresie jest zbędne. W szczególności wątpliwości budzi propozycja wprowadzenia obowiązku podejmowania przez walne zgromadzenie uchwały w sprawie przeprowadzenia przymusowego wykupu akcji. Taka uchwała mogłaby bowiem być wykorzystywana przez akcjonariuszy mniejszościowych głosujących przeciwko tej uchwale jako narzędzie blokowania przymusowego wykupu poprzez wszczynanie kontroli sądowej podjętej uchwały, co mogłoby w rezultacie prowadzić przykładowo do opóźniania decyzji strategicznych spółki publicznej. Wydaje się, że nie byłoby właściwe, aby mechanizmy ochrony akcjonariuszy mniejszościowych wytwarzały sytuację, w której możliwy byłby swego rodzaju „szantaż korporacyjny”. W tym miejscu należy zauważyć, że instytucja przymusowego wykupu stanowi istotne narzędzie wewnątrz korporacyjne i jest niezbędnym mechanizmem rynkowym. Zastosowanie tej instytucji pozwala zwiększyć operacyjność spółki, obniżyć koszty jej funkcjonowania związane z obsługą akcjonariatu mniejszościowego, czy też zmodyfikować samą strukturę akcjonariatu. Reasumując, obowiązujące regulacje w zakresie przymusowego wykupu akcji spółki publicznej realizują, jak się wydaje, potrzeby ekonomiczne zarówno akcjonariatu większościowego, jak mniejszościowego, a jednocześnie służą interesom takiej spółki oraz rynku regulowanego.

Z upoważnienia Ministra Finansów

Dyrektor
Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego



Klauzula informacyjna Minister Finansów

„W związku z rozpoczęciem stosowania z dniem 25 maja 2018 r. Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz. Urz. UE. L. 2016.119.1 z 04.05.2016 r.), dalej RODO uprzejmie informujemy:

1. **Administratorem Pani/Pana danych osobowych jest Minister Finansów z siedzibą w Warszawie 00-916, ul. Świętokrzyska 12.**
2. **Kontakt z Inspektorem Ochrony Danych możliwy jest pod adresem – IOD@mf.gov.pl**
3. **Pani/Pana dane przetwarzane są w celu realizacji ustawowych zadań Administratora, na podstawie przepisów prawa, w szczególności: art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 4 września 1997 r. o działach administracji rządowej.**
4. **W związku z przetwarzaniem danych w celach wskazanych w pkt 3, Pani/Pana dane osobowe mogą być udostępniane innym odbiorcom lub kategoriom odbiorców danych osobowych. Odbiorcami Pani/Pana danych osobowych mogą być podmioty uprawnione do odbioru Pani/Pana danych, w tym państwa trzecie, nienależące do UE, w uzasadnionych przypadkach i na podstawie odpowiednich przepisów prawa.**
5. **Pani/Pana dane osobowe będą przechowywane przez okres niezbędny do realizacji celów przetwarzania, lecz nie krócej niż okres wskazany w przepisach o archiwizacji.**
6. **W związku z przetwarzaniem przez Administratora Pani/Pana danych osobowych, przysługuje Pani/Panu prawo do:**
 - **dostępu do treści danych, na podstawie art. 15 RODO z zastrzeżeniem, że udostępniane dane osobowe nie mogą ujawniać informacji niejawnych, ani naruszać tajemnic prawnie chronionych, do których zachowania zobowiązany jest Administrator oraz z zastrzeżeniem art. 5 ustawy z dnia 10 maja 2018 r. o ochronie danych osobowych;**
 - **sprostowania danych, na podstawie art. 16 RODO;**
 - **ograniczenia przetwarzania danych, na podstawie art. 18 RODO.**
7. **Podanie danych osobowych jest obligatoryjne na mocy przepisów prawa.**



8. W przypadku uznania, iż przetwarzanie przez Administratora Pani/Pana danych osobowych narusza przepisy prawa, przysługuje Pani/Panu prawo do wniesienia skargi do Prezesa Urzędu Ochrony Danych Osobowych.
9. Przetwarzanie Pani/Pana danych może odbywać się w sposób zautomatyzowany, co może wiązać się ze zautomatyzowanym podejmowaniem decyzji, w tym z profilowaniem, które wykonywane jest przez Administratora na mocy obowiązujących przepisów prawa. Dotyczy to poniższych przypadków:
 - dokonywania oceny ryzyka naruszenia prawa, gdzie ocena ta dokonywana jest na podstawie danych zadeklarowanych w złożonych dokumentach, w oparciu o ustalone kryteria.
 - dokonywania oceny ryzyka naruszenia prawa, gdzie ocena ta dokonywana jest na podstawie danych pozyskiwanych z dostępnych publicznie rejestrów oraz portali społecznościowych, w oparciu o ustalone kryteria.

Konsekwencją dokonanej oceny, w powyższych przypadkach, jest automatyczne zakwalifikowanie do grupy ryzyka, gdzie kwalifikacja do grupy nieakceptowalnego ryzyka może skutkować zmianą relacji i podjęciem dodatkowych czynności przewidzianych prawem.

25

PGE 8,1980 ▲ 1,44%

PGNIG 4,9860 ▲ 0,85%

PKNORLEN 93,8200

25 lat Parkietu

CZYTAJ KWARTAŁ GRATIS

SZUKAJ



close



Finanse



close

PUBLIKACJA: 06.06.2019 05:00

Legislacyjna schizofrenia na rynku kapitałowym

Według orzecznictwa sądów przejmujący powinni płacić za akcje cenę godziwą, ale według ustawy o ofercie wystarczy, żeby nie była ona niższa niż średnia z 6 miesięcy. Będzie zmiana prawa?





144 spółki wycofano z GPW w ostatnich dziesięciu latach. Delistingi ma pod lupą KNF, której przewodniczącym jest Jacek Jastrzębski.

Foto: Archiwum

Autor Katarzyna

NAPISZ DO AUTORA

Kucharczyk

W ciągu ostatniej dekady z GPW wycofano 144 firmy. Fala delistingów przybrała na sile w związku z marazmem w segmencie małych i średnich firm oraz coraz wyższymi kosztami związanymi z utrzymaniem statusu spółki publicznej.

Najnowsze -

13.09.2019

12:06 @stec_andrzej



RT
@Parkietcom:
Interes życia
właściciela
@stelmet_sa
- 3 lata temu
sprzedał akcje
po 31 zł.
Dzisiaj chce je
odkupić po 7,7
zł. Ciekawe,
C...

11:58 @Analizy_PKOBP



Ceny usług w
największym
stopniu
odzwierciedlają
napiętą sytuację
na rynku pracy i

11:58 @Analizy_PKOBP

Najpopularniejsze

z tygodnia

Handel i konsumpcja

ZM Henryk Kania:
Cedrob dostał zakłady
Kani

Technologie

CD Projekt powalczy o
ulgę, ale woli dmuchać
na zimne

Finanse

Wystrzał notowań
Getin Noble i Idea

• Tymczasem pojawia się coraz więcej głosów, że interesy inwestorów mniejszościowych nie są należycie chronione. W wielu przypadkach wzywający płacą cenę zbliżoną do historycznego minimum (zdarza się, że przed ogłoszeniem wezwania jeszcze ją obniżają, np. przy pomocy agencji PR). Wystarczy, by spełnili warunek wynikający z ustawy o ofercie, czyli aby cena nie była niższa niż średnia z sześciu miesięcy. Praktyka pokazuje jednak, że niekiedy to poziom znacząco poniżej wartości godziwej akcji. Mamy do czynienia z kuriozalną sytuacją, bo to z kolei stoi w sprzeczności z orzecznictwem niektórych sądów.

Problem z wezwaniem...

Tak jest m.in. w [orzeczeniu Sądu Rejonowego dla M. St. w Warszawie](#). Sąd poparł grupę inwestorów indywidualnych, ale Komisja Nadzoru Finansowego uznała racje wzywającego. W stanowisku, do którego dotarliśmy, stwierdziła, że orzecznictwo sądu narusza takie wartości, jak stabilność, przejrzystość i zaufanie do rynku kapitałowego. W ocenie

taka interpretacja nie jest właściwa. Zwraca ono uwagę, że sądy słusznie dopuszczają możliwość weryfikacji ceny zaoferowanej w wezwaniu, stając na stanowisku, że powinna ona spełniać kryterium ceny godziwej. Takiej, żeby mniejszościowi akcjonariusze nie byli pokrzywdzeni.

Getin Noble Noble

Banku

Banki

Getin Noble na fali spadkowej

Biura maklerskie

Maklerski „Titanic”

coraz bliżej zderzenia z górą lodową

Surówce i paliwa

Rynek paliw czekają duże zmiany

close

– Ustawa o ofercie ujmuje kwestię ceny w wezwaniu jednoznacznie i można zrozumieć, że KNF odczytuje ją literalnie. Z drugiej strony rzeczywiście niektóre orzeczenia sądów – także w sprawach, w których byliśmy pełnomocnikiem (zarówno spółek, jak i akcjonariuszy) – idą w zgoła odmiennym kierunku – mówi

, partner w kancelarii

Zwraca uwagę, że znajdujemy się w szczególnym momencie, ponieważ wyceny wielu firm są obecnie niskie, nierzadko poniżej ich wartości „fair”. – To dobry czas, aby rozpocząć dyskusję nad ewentualną zmianą przepisów dotyczących tego, jak powinna być wyznaczana cena minimalna, określam ją jako cenę „fair”. Poszukiwać jej można zapewne gdzieś między obecnym ustawowym minimum a wartością godziwą w sensie rachunkowym – mówi.

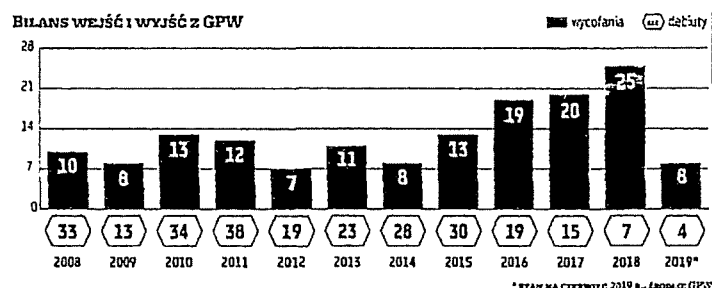


Foto: GG Parkiet

5

close

KNF nie kryje, że przepisy o wezwaniach wymagają rewizji. – Urząd postuluje to od dawna, proponując kolejne propozycje legislacyjne – sygnalizuje Jacek Barszczewski, rzecznik KNF. Dodaje, że przebudowa tego obszaru wymaga rozważnego podejścia: trzeba pogodzić interesy akcjonariuszy większościowych i mniejszościowych.

...i wykupem akcji

W tym celu KNF przygotowuje projekt zmian w przepisach o wezwaniach, które ma przedstawić w najbliższym czasie. Wskazuje, że chodzi o poprawienie przejrzystości i jasności przepisów, które dotyczą wezwaniach do wykupu akcji. Wskazuje, że chodzi o poprawienie przejrzystości i jasności przepisów, które dotyczą wezwaniach do wykupu akcji. Wskazuje, że chodzi o poprawienie przejrzystości i jasności przepisów, które dotyczą wezwaniach do wykupu akcji.

Problematyczne są nie tylko przepisy dotyczące wezwań. Kolejnym przykładem jest przymusowy wykup akcji.

zaapelowało do

Ministerstwa Finansów o zmianę regulacji.

Postuluje, by wykup był możliwy po spełnieniu kilku kluczowych warunków.

Chodzi m.in. o podjęcie przez walne zgromadzenie odpowiedniej uchwały, zagwarantowanie możliwości sądowej

kontroli celowości przymusowego

„wyciśnięcia” akcjonariuszy

mniejszościowych oraz o ustalenie ceny na

podstawie określonych parametrów. Co na

to resort? – Regulacje prawne dotyczące

przymusowego wykupu akcji spółek

publicznych wystarczająco i należycie

zabezpieczają interesy akcjonariuszy

mniejszościowych tych spółek –

poinformowało nas biuro prasowe resortu.

close

Przedstawiciele rynku są jednak innego zdania.

– Przepisy, jakich wciąż brakuje, to takie, które nakazywałyby, aby cena godziwa akcji w wypadku wykupu przymusowego nie była np. niższa od wartości księgowej i aby równocześnie wycena spółki nie była niższa np. od dziesięciokrotności średniego rocznego zysku za okres ostatnich dwóch lat – mówi [imię], zarządzający funduszem [nazwa].

[imię]. Dodaje, że mnożnik ten można by jeszcze korygować o tempo wzrostu tych zysków.

– Obecna sytuacja, w której wiele zarządów realizuje scenariusz, w którym najpierw zaprzestają spotkań z rynkiem, później zwiększają inwestycje i pogarszają wyniki spółek, a następnie odbierają akcje inwestorom mniejszościowym, jest patologiczna – podsumowuje [imię]. Zaznacza przy tym, że kluczową kwestią jest jakość ładu korporacyjnego: jeśli główny akcjonariusz traktuje mniejszościowych udziałowców nie jako partnerów, ale jako uciążliwych lokatorów, to żadne dodatkowe regulacje nie pomogą.