

**ZMIANY W USTAWIE O OFERCIE PUBLICZNEJ**  
**- argumenty przemawiające za nieuchwalaniem ustawy**  
**z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach**  
**hipotecznych oraz niektórych innych ustaw**

Projektowane zmiany w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2021 r. poz. 1983) dotyczą głównie kwestii związanych z ogłaszaniem i przeprowadzaniem wezwań.

Dla potrzeb niniejszej analizy, zwrócona zostanie uwaga na szczególne rozwiązanie polegające na istotnej zmianie brzmienia art. 79 uop, która wpływa również na procedurę przymusowego wykupu i przymusowego odkupu (w pozostałym zakresie zmiany art. 82 i 83 uop mają charakter techniczny), poprzez dodanie do ww. art. 79 uop ust. 3a i 3b.

Poniżej przedstawione zostaje uzasadnienie z projektu ustawy dot. dodania ww. przepisów:

*Dodawane **ust. 3a i 3b** mają na celu wprowadzenie dodatkowej zasady, w myśl której, w przypadku gdy ceny giełdowe dla akcji spółki przejmowanej zostały ustalone na mniej niż określonej szczegółowo liczbie dni sesyjnych w okresie obliczeniowym, cena minimalna powinna odpowiadać wartości przedsiębiorstwa obliczonej na podstawie wyceny przejmowanej spółki sporządzonej przez firmę audytorską. Taką wycenę powinien sporządzić wzywający. Wprowadzane regulacje precyzyjnie określają warunki, jakie muszą zostać spełnione, aby zastosować tę metodę. Wezwania mogą dotyczyć spółek, dla których z różnych względów obrót odbywa się sporadycznie. Nie musi to być sytuacja związana z ich złą kondycją, a raczej wynikająca ze stabilnego akcjonariatu, który nie jest zainteresowany przeprowadzeniem transakcji na akcjach, licząc na regularnie wypłacane dywidendy oraz rozwój organiczny spółki. Niezależnie od przyczyn, dla których notowania danego emitenta odbywają się nieregularnie, w przypadku przejmowania takiej spółki, a tym bardziej jej wycofywania z obrotu, akcjonariuszom mniejszościowym powinna zostać zaproponowana cena odpowiadająca rzeczywistej wartości ich inwestycji. Dla instrumentów, dla których w istotnej części sesji w ogóle nie ma obrotu, a jeżeli się pojawia, to przez wzgląd na niską płynność cena akcji jest podatna na bardzo duże wahania, nie powinno się stosować wyceny opartej o dotychczasowe rozwiązania bazujące na wolumenie i kursie giełdowym. Nie stanowi ona bowiem w tym przypadku obiektywnej metody na określenie ceny minimalnej. Stąd, dla zapewnienia akcjonariuszom obiektywnej ceny, proponuje się odejście od standardowych zasad wyliczania ceny minimalnej i odniesienie się do wyceny samej spółki przygotowanej przez profesjonalny podmiot, jakim jest niezależna firma audytorska.*

O ile zamierzenie ustawodawcy zasługuje na pochwałę - w praktyce rzeczywiście występuje problem związany ze spółkami nie płynnymi i nieadekwatną wyceną wg. kursu średniego do ich wartości godziwej, jednakże proponowany mechanizm mający służyć ochronie interesów akcjonariuszy (w szczególności mniejszościowych) należy uznać za iluzoryczny.

W pierwszej kolejności wskazać należy, że brzmienie przepisu ust. 3a powoduje pewne wątpliwości interpretacyjne z uwagi na umieszczenie w jednej jednostce redakcyjnej dwóch przesłanek do zastosowania wyceny akcji w oparciu o wartość godziwą, co rodzi pytanie jak oceniać relację zdania pierwszego do zdania drugiego tego przepisu.

W pierwszym zdaniu wskazano przesłankę zastosowania wyceny w oparciu o wartość godziwą dla spółek, dla których obrót akcjami w okresie 3 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania był dokonywany na mniej niż 1/3 sesji i dodatkowo na co najmniej 1/3 z tych sesji różnica cen tych akcji na zamknięciu notowań w stosunku do ceny zamknięcia na poprzedniej sesji wynosiła co najmniej 5%. Drugi warunek dotyczy wolumenu obrotu akcjami spółki w okresie 6 miesięcy przed przekazaniem zawiadomienia na poziomie mniejszym niż 1% wszystkich akcji spółki dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym.

Oba te warunki biorąc pod uwagę historię GPW wydają się niezwykle trudne do spełnienia i najprawdopodobniej nigdy w przeszłości nie miały miejsca. W toku konsultacji społecznych apelowano przede wszystkim o zwiększenie warunku dotyczącego wolumenu obrotu akcjami z 1% do 10% (m.in. stanowisko Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych). Brak jest również wyjaśnienia przez ustawodawcę w uzasadnieniu projektowanej ustawy dlaczego akurat takie progi w jego ocenie świadczą o niskiej płynności spółki, co zgodnie z jego zamierzeniem ma powodować zastosowanie wyjątku od ustalania kursu w oparciu o średnie kursy giełdowe. Jest to o tyle istotne, że przepisy dot. ustalania ceny akcji przy wezwaniach majoryzacyjnych mają mieć również zastosowanie przy ustaleniu ceny akcji przy przymusowym wykupie akcjonariuszy mniejszościowych – oznacza to, że przepis który zgodnie z założeniami ustawodawcy wprowadzany jest w celu zabezpieczenia interesu akcjonariuszy, przy uwzględnieniu realiów rynkowych na GPW obiektywnie nigdy nie będzie miał zastosowania.

Zacytowanie całości uzasadnienia do projektu ustawy w zakresie dot. omawianych przepisów ma na celu unaocznienie, że założenia wynikające z dodania w art. 79 uop ust. 3a i 3b nie są w stanie się urzeczywistnić i stanowią *de facto* przepisy które nie znajdą zastosowania w praktyce. Tworzenie instytucji mającej na celu ochronę interesów pewnej grupy osób (akcjonariuszy), która to instytucja z uwagi na warunki do jej zastosowania nie będzie miała realnej możliwości „ziszczenia” się w praktyce, należy uznać za działanie pozorne i w zasadzie oznaczającą wadliwą legislację.

Zwrócić należy uwagę również na fakt, że projektowane przepisy wprowadzą jasno określone warunki dla zastosowania wyceny akcji w oparciu o wartość godziwą (co jak wskazywano wcześniej, jest w zasadzie niemożliwe do spełnienia), co powodować będzie *de facto* pokrzywdzenie drobnych akcjonariuszy. Wynikać to będzie m.in. z braku przeciwwskazań dla organu nadzoru finansowego do niezatwierdzenia wezwania (czy procedury przymusowego wykupu lub delistingu) w którym cena akcji ustalona będzie przy uwzględnieniu średnich kursów giełdowych, skoro wolumen obrotu akcjami w okresie 6 miesięcy przed wezwaniem był wyższy niż 1%.

Ponadto istotnym zagrożeniem będzie ograniczenie możliwości kwestionowania przez mniejszościowych akcjonariuszy wyceny akcji w oparciu o kursy średnie i domaganie się dopłaty za akcje do poziomu ich wartości godziwej przy okazji procedury przymusowego

wykupu – co wynikać będzie z samego faktu wprowadzenia konkretnych (choć nierealnych do osiągnięcia) warunków do zastosowania wyceny opartej na wartości godziwej akcji danej spółki. Sądy powszechne mogą wychodzić z założenia, że skoro ustawodawca przewidział mechanizm ochronny i warunki do jego zastosowania, to niespełnienie tych wymagań w sposób „zerojedynkowy” będzie oznaczało brak wyceny w oparciu o wartość godziwą (w przeciwieństwie do obecnego stanu prawnego umożliwiającego do odwołania się do norm o ogólniejszym charakterze).

Podsumowując należy zaapelować za zmianą brzmienia ww. przepisów ustawy i złagodzenia warunków umożliwiających zastosowanie wyceny akcji spółki w oparciu o ich wartość godziwą (bądź uwzględniając obecny etap procesy legislacyjnego – za nieprzyjęciem) uwzględniającej brzmienie omawianego przepisu w dotychczasowym kształcie, gdyż deklarowany mechanizm ochronny wprowadzony przez ten przepis ma charakter wyłącznie iluzoryczny. Co więcej wprowadzone działania mogą wywrzeć przeciwny skutek niż zamierzony i spowodować realne zmniejszenie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych – w szczególności poprzez obniżenie możliwości domagania się przez takich akcjonariuszy wyceny ich akcji w oparciu o wartość godziwą w sytuacji spółek o niskiej płynności (ale nie na tyle niskiej jak to zakłada ustawodawca).