

Kraków, 24 lutego 2022 roku

Do:
Trybunał Konstytucyjny
aleja Jana Chrystiana Szucha 12A
00-918 Warszawa

Skarżący: P S

reprezentowany przez radcę prawnego Michała Szkwarka, Kancelaria Radcy
Prawnego, ul. Dąbska 18i/103, 31-572 Kraków
radca.michal@gmail.com
tel.: 503 106 671

SKARGA KONSTYTUCYJNA

Działając w imieniu mojego mocodawcy P S (dalej „Skarżący”,
pełnomocnictwo wraz z dowodem opłaty w Załączniku nr 1), na podstawie art. 79 ust. 1
Konstytucji oraz art. 77 ust. 1 Ustawy z dnia 30 listopada 2016 o organizacji i trybie
postępowania przed Trybunałem Konstytucyjnym, niniejszym wnoszę o:

1) Stwierdzenie że:

Artykuł 82 ust. 2 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. 2021.1983 t.j.), w zakresie, w jakim przepis
ten – wprowadzając regulacje ceny przymusowego wykupu – nie wprowadza
bezwarunkowego wymogu ustalenia tej ceny na poziomie co najmniej równym
wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji,
jest niezgodny z Artykułem 64 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej;

2) Stwierdzenie że:

Artykuł 79 ust. 1-3 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. 2021.1983 t.j.), w zw. z art.
82 ust. 2 tej Ustawy, w zakresie, w jakim przepis ten – stosowany w wyniku
odesłania zawartego w art. 82 ust. 2 tej Ustawy na potrzeby ustalenia ceny
przymusowego wykupu – pomija obowiązek ustalenia tej ceny na poziomie co
najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji, poza
przypadkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 pkt 2 tej Ustawy, dla których
obowiązek ten wprowadzono,
jest niezgodny z Artykułem 64 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej;

3) Przeprowadzenie dowodów z dokumentów wskazanych w uzasadnieniu na
okoliczności dalej wskazane;

4) Zasądzenie na rzecz Skarżącego kosztów postępowania przed Trybunałem Konstytucyjnym według norm przepisanych

Wyrokiem z lipca 2019 roku Sąd Rejonowy w sygn. akt Sąd oddalił dochodzone przez Skarżącego a tam Powoda roszczenie o zapłatę wskazując, że doszło do przymusowego wykupu jednak jego cena ustalona została w oparciu o art. 82 ust. 2 w zw. z art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU a tym samym nie zachodzi żadna bezprawność działania. W dniu października 2021 Sąd Okręgowy w K sygn.. akt wydał wyrok, którym apelację oddalił wskazując także na uregulowanie w/w przepisów. W orzeczeniach tych, wskutek zastosowania niekonstytucyjnych norm, doszło do naruszenia praw Skarżącego a to ograniczenia prawa własności w sposób ingerujący w jego istotę.

Kwestionowany przez Skarżącego jako częściowo niezgodny z Konstytucją Artykuł 82 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej „Ustawa o ofercie publicznej” albo „OfertaPublU”) wprowadził do krajowego porządku prawnego instytucję tzw. „przymusowego wykupu” akcji spółek publicznych. Zgodnie z tym przepisem akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie, wspólnie z podmiotami powiązаныmi lub w porozumieniu, osiągnął lub przekroczył 95% ogólnej liczby głosów w spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji.¹

Zatem przepis ten – obok wdrożonych już wcześniej do Kodeksu spółek handlowych (dalej „KSH”) analogicznych norm prawnych wprowadzających instytucję przymusowego wykupu do spółek niepublicznych – wprowadził możliwość przeprowadzenia operacji, którą określić można mianem „prywatnego” wywłaszczenia. Jakkolwiek orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego (dalej także „TK”) zastrzega termin „wywłaszczenie” do przymusowych transferów własności na rzecz podmiotu publicznego i na cele publiczne,² to w opinii Skarżącego takie określenie trafnie odzwierciedla charakter instytucji przymusowego wykupu. Jest ona w skutkach zbliżona do „właściwego” wywłaszczenia, tzn. jest nie wymagającym zgody drugiej strony wykupem cudzej własności za określonym odszkodowaniem, określanym według nomenklatury Ustawy o ofercie publicznej jako „cena przymusowego wykupu”. W związku z tym w dalszej części wywodu, ilekroć mowa jest o „odszkodowaniu”, należy przez nią rozumieć „cenę przymusowego wykupu”.

Artykuł 82 ust. 2 OfertaPublU uregulował wysokość tego odszkodowania odsyłając do innych norm, które mają charakter **semiimperatywny**.³ Cena przymusowego wykupu akcji spółki notowanej na rynku regulowanym nie może być (przywołując te przepisy w pewnym uproszczeniu) niższa od:

¹ Od 2005 roku art. 82 OfertaPublU uległ kilku modyfikacjom. Nowelizacja Ustawy o ofercie publicznej z 2019 podniosła próg uprawniający do dokonania przymusowego wykupu z 90% do 95% ogólnej liczby głosów.

² tak np. TK, wyrok z dnia 14 marca 2000, P 5/99

³ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji*, str. 52, Warszawa 2011.

- 1) średniej ceny z notowań rynkowych z ostatnich sześciu miesięcy (art. 79 ust. 1 pkt 1a OfertaPublU) lub średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany przez okres krótszy (art. 79 ust. 1 punkt 1b OfertaPublU);
- 2) **wartości godziwej akcji**, w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z art. 79 ust. 1 pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe (art. 79 ust. 1 pkt 2 OfertaPublU);
- 3) najwyższej ceny, jaką akcjonariusz większościowy (względnie podmioty od niego zależne, wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia) zapłacił w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania za akcje będące jego przedmiotem (art. 79 ust. 2 pkt 1 OfertaPublU);
- 4) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania lub podmioty, o których mowa w pkt 1 art. 79 ust. 2 punkt 1 OfertaPublU, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania (art. 79 ust. 2 pkt 2 OfertaPublU);
- 5) średniej ceny z notowań rynkowych z ostatnich trzech miesięcy (art. 79 ust. 3 OfertaPublU);
- 6) ceny proponowanej w wezwaniu, jeśli próg uprawniający do dokonania przymusowego wykupu został osiągnięty w wyniku wezwania (art. 82 ust. 2a OfertaPublU).

Dla dalszego postępowania istotne jest to, że obowiązek zapłaty odszkodowania w wysokości co najmniej równej **wartości godziwej akcji** jest wprowadzony jedynie w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe, lub jeśli nie jest możliwe ustalenie średniej ceny rynkowej (art. 79 ust. 1 pkt 2 OfertaPublU). Zatem jeśli spółka publiczna jest finansowo zdrowa i w pełni wypłacalna (brak postępowania upadłościowego lub restrukturyzacyjnego) i jeśli jej akcje są dłuższy czas stabilnie notowane na rynku regulowanym, Ustawa o ofercie publicznej nie wprowadza wymogu zapłaty co najmniej ceny godziwej za wywłaszczone w wyniku przymusowego wykupu akcje. Taki sposób ustalenia ceny przymusowego wykupu (odszkodowania) jest przez Skarżącego kwestionowany jako naruszający jego prawo własności.

Jako przedmiot kontroli wskazano zarówno art. 82 ust. 2 OfertaPublU jak i art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU. Ten pierwszy przepis w zakresie ustalenia odszkodowania z tytułu przymusowego wykupu zawiera odesłanie do innych przepisów tej Ustawy (art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU) i zastrzeżenie wyjątku opisanego w art. 82 ust. 2a OfertaPublU. Jest zatem zwornikiem kilku różnych, rozproszonych uregulowań. Z kolei art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU jest tą normą, która sposób obliczania wysokości odszkodowania szczegółowo określa. Stąd należy uznać, że kwestionowany art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU stoi w związku z kwestionowanym art. 82 ust. 2 OfertaPublU przepisem.

Skarga zasadniczo wskazuje, że ustawodawca wprowadzając mechanizm przymusowego wykupu nie zapewnił należytej ochrony własności, nie odnosząc się przy ustalaniu ceny wykupu w żaden sposób do majątku przedsiębiorstwa lub innych czynników, które mogą istotnie decydować o wartości spółki. Powyższe prowadzi do sytuacji, w której w skrajnym

modelu cena wszystkich akcji ustalona w oparciu o średnią notowań, która stanie się podstawą dla ceny przymusowego wykupu, stanowić może ułamek majątku netto posiadanego przez daną spółkę.

Obszerność niniejszej skargi konstytucyjnej wynika ze skrajnej komplikacji materii prawnej z którą mamy do czynienia, obejmując różne dziedziny prawa (w tym porównawcze), a także opis procesu jego tworzenia i próbę odpowiedzi na pytanie co było przyczyną wprowadzenia do porządku prawnego przepisów sprzecznych z Konstytucją. Przywołano także liczne orzecznictwo. Konieczne jest także wyjaśnienie złożonych kwestii ekonomicznych. Stąd dla ułatwienia na stronie następnej sporządzono spis treści jej uzasadnienia.

SPIS TREŚCI:

1. Stan faktyczny	6
1.1. Przymusowy wykup akcji V S.A.....	6
1.2. Proces odszkodowawczy z powództwa Skarżącego.....	7
2. Wskazanie, które konstytucyjne prawo Skarżącego, i w jaki sposób zostało naruszone	8
3. Uzasadnienie zarzutów niezgodności Artykułu 82 ust. 2 i Artykułu 79 ust. 1-3 Ustawy o ofercie publicznej z konstytucyjnym prawem Skarżącego	11
3.1. Wstęp.....	11
3.2. Wartość godziwa akcji.....	11
3.2.1. Pojęcie wartości godziwej akcji w normach prawnych i ekonomii.....	12
3.2.2. Wywód prawny pojęcia wartości godziwej akcji	17
3.2.3. Paradoxy wynikające z błędnego zastosowania pojęcia wartości godziwej akcji dla celów transakcji przymusowych	19
3.2.4. Wnioski z wykładni komparystycznej.....	19
3.3. Sprzeczność Artykułu 82 ust. 2 i Artykułu 79 ust. 1-3 Ustawy o ofercie publicznej z zasadą ochrony prawa własności.....	23
4. Okoliczności i skutki wejścia w życie oraz utrzymania się przepisów sprzecznych z Konstytucją	25
4.1. Implementacja Dyrektywy 2004/25/WE	26
4.1.1. Przymusowy wykup akcji spółki publicznej jako implementacja art. 15 Dyrektywy 2004/25/WE.....	26
4.1.2. Cena akcji na giełdzie, a cena akcji na rynku kontroli	26
4.1.3. Dyrektywa 2004/25/WE a rynek kontroli.....	28
4.1.4. Implementacja Dyrektywy 2004/25/WE do krajowego porządku prawnego w zakresie przymusowego wykupu	30
4.2. Skutki wejścia w życie przepisów umożliwiających przymusowy wykup poniżej wartości godziwej.....	31
4.3. Błędne rozumienie pojęcia wartości godziwej akcji przez Ministerstwo Finansów	33
4.3.1. Reakcja Ministerstwa Finansów na petycje wzywające do zmiany prawa.....	33
4.3.2. Błędne rozumienie pojęcia wartości godziwej akcji przez Ministerstwo Finansów ujawnione w toku nowelizacji Ustawy o ofercie	34
4.4. Błędne rozumienie pojęcia wartości godziwej akcji przez Komisję Nadzoru Finansowego.....	35
4.4.1. Wzajemne sprzeczne stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego	35
4.4.2. Projekt nowelizacji Ustawy o ofercie publicznej autorstwa Komisji Nadzoru Finansowego	36
4.5. Stanowisko innych instytucji państwowych.....	36
5. Kwestie formalne	37
5.1. Wyczerpanie drogi prawnej.....	37
5.2. Udokumentowanie daty doręczenia wyroku.....	39
5.3. Informacja czy od wyroku został wniesiony nadzwyczajny środek zaskarżenia	39
6. Podsumowanie.....	39
Lista załączników	41

UZASADNIENIE

1. Stan faktyczny

1.1. Przymusowy wykup akcji V S.A.

Skarżący był akcjonariuszem mniejszościowym notowanej na rynku regulowanym spółki publicznej V S.A. (dalej V⁴). Spółka ta zajmowała się produkcją obejm, opasek i mocowań metalowych, kosmetyków i chemii motoryzacyjnej. Na rynku radziła sobie różnie, ale po przejściowych trudnościach w latach 2011-2012, od połowy 2013 roku jej sytuacja finansowa była ustabilizowana i spółka przynosiła zyski. Niemniej uzyskiwane zyski nie były wypłacane w formie dywidend, natomiast pożyczano znaczne środki podmiotom powiązanim z akcjonariuszami dominującymi. Kurs akcji w latach 2012-2015 ukształtował się na niskich w stosunku do wykazywanego zysku i posiadanego majątku poziomach, przy minimalnej płynności obrotu.

Akcjonariuszami dominującymi w spółce V byli W C i L K. Posiadali oni łącznie około % ogólnej liczby głosów. Dobrali oni sobie grupę akcjonariuszy mniejszościowych według klucza towarzyskiego i w październiku 2015 roku zawarli razem z nimi porozumienie akcjonariuszy (dalej „Porozumienie”), którego celem było przeprowadzenie przymusowego wykupu akcji V po wspólnym przekroczeniu uprawniającego do tego progu 90% ogólnej liczby głosów.⁵ W Porozumieniu uczestniczyło łącznie 13 podmiotów, w tym 11 akcjonariuszy V (od większościowych po zupełnie drobnych) oraz dwie spółki zależne od dwóch dominujących akcjonariuszy: P Sp. z o.o. oraz E Sp. z o.o., które nie posiadały akcji V, ale zgodnie z ustaleniami Porozumienia to właśnie one miały nabyć te akcje w drodze przymusowego wykupu. Porozumienie ogłosiło żądanie przymusowego wykupu akcji V w dniu 30 listopada 2015 roku.

Cena przymusowego wykupu została ustalona w sposób następujący:

- a) średnia cena z notowań rynkowych akcji V z ostatnich sześciu miesięcy przed ogłoszeniem przymusowego wykupu wynosiła zł.
- b) średnia cena z notowań rynkowych akcji V z ostatnich trzech miesięcy przed ogłoszeniem przymusowego wykupu wynosiła zł.
- c) pozostałe przesłanki wskazane przez Ustawę o ofercie publicznej dla ustalenia innych dolnych ograniczeń cenowych (art. 79 ust. 1 punkt 1b OfertaPublU, art. 79 ust. 1 punkt 2 OfertaPublU, art. 79 ust. 2 punkt 1 OfertaPublU, art. 79 ust. 2 punkt 2 OfertaPublU, art. 82 ust. 2a OfertaPublU) nie zmaterializowały się.

Z tej przyczyny to średni kurs notowań akcji V z ostatnich 3 i 6 miesięcy stał się podstawą do ustalenia ceny minimalnej przymusowego wykupu. Cena przymusowego wykupu została

⁴ Spółka używała także firmy A S.A.

⁵ Tyle wówczas (2015) wynosił próg ogólnej liczby głosów uprawniający do żądania przymusowego wykupu.

przez Porozumienie ustalona na poziomie zł za akcję, zatem dali oni 2 grosze ponad ustawowe minima.

Dowód: żądanie przymusowego wykupu akcji V z dnia 30 listopada 2015
Załącznik nr 2

Dowód: raport bieżący V nr z grudnia 2015
Załącznik nr 3

Przymusowy wykup został zrealizowany dnia grudnia 2015 (w tym dniu nastąpiło rozliczenie transakcji). Skarżący był akcjonariuszem V i na moment dokonania przymusowego wykupu posiadał akcji tej spółki. Z tych akcji został wywłaszczony otrzymując odszkodowanie w wysokości zł za akcję, przez co otrzymał łącznie zł.

Dowód: kopia potwierdzenia dokonania przymusowego wykupu akcji V będących w posiadaniu Skarżącego
Załącznik nr 4

W krótkim czasie po dokonaniu przymusowego wykupu dokonano dalszych transferów akcji pomiędzy członkami Porozumienia.⁶

1.2. Proces odszkodowawczy z powództwa Skarżącego

Ustalona przez członków Porozumienia cena przymusowego wykupu na poziomie zł za akcję rażąco odbiegała w dół od wartości godziwej akcji V Wynikało to już *prima facie* z analizy podstawowych wskaźników finansowych tej spółki, odnoszących się do majątku netto i zyskowności w przeliczeniu na jedną akcję.

W tej sytuacji Skarżący uznał, że poniósł szkodę i w dniu stycznia 2016 złożył przeciwko L K (akcjonariusz dominujący V) pozew sądowy, żądając zasądzenia od niego różnicy pomiędzy domniemaną wartością godziwą akcji V na moment przymusowego wykupu, a ceną przymusowego wykupu.⁷ Jednocześnie Skarżący wniósł o przeprowadzenie dowodu z wyceny akcji V przez biegłego sądowego, celem ustalenia wartości godziwej akcji V na moment dokonania przymusowego wykupu. Następnie Skarżący dokonał dopoznania wobec P Sp. z o.o. oraz E Sp. z o.o. Postępowanie toczyło się przed Sądem Rejonowym w K

W toku postępowania dowodowego uzyskano dowód na istnienie rażącej dysproporcji pomiędzy wartością godziwą akcji V na moment przymusowego wykupu, a ceną

⁶ Te okoliczności były relewantne dla tego postępowania tylko z tej przyczyny, że transfery te odzwierciedlały wartość godziwą akcji V

⁷ Skarżący nie dysponował na moment złożenia pozwu wyceną akcji V stąd roszczenie było oparte o domniemaną wartość godziwą na poziomie zł za akcję. Było to roszczenie częściowe (tj. dotyczyło części wykupionych akcji). Postępowanie to miało poboczne wątki (roszczenia) związane z zarzutem obejścia przez pozwaną prawa poprzez to, że przed dokonaniem przymusowego wykupu obiecali pozostałym członkom porozumienia odkupienie ich akcji V już po dokonaniu przymusowego wykupu, po cenie wyższej niż cena przymusowego wykupu, jednak ta okoliczność jest irrelevantna dla niniejszej skargi konstytucyjnej.

przymusowego wykupu. Była to wycena akcji V sporządzona na dzień lutego 2016 dla celów dalszych transferów akcji V . E Sp. z o.o. i P Sp. z o.o. wniosły wszystkie posiadane akcje V w liczbie sztuk aportem do spółki Q Sp. z o.o., przy czym aport został wyceniony na zł.

Dowód: raport bieżący V nr z marca 2016 wraz z załącznikiem z zawiadomieniem spółki Q Sp. z o.o.
Załącznik nr 5

Dowód: wycena spółki V sporządzona C na dzień lutego 2016
Załącznik nr 6

Oznaczało to, że jedna akcja V **około 2 miesiące po przymusowym wykupie za cenę zł za akcję** została wyceniona na zł (). Było to rzetelne i relewantne dla postępowania opracowanie, bowiem w ciągu tych nieco ponad 2 miesięcy, które upłynęły od momentu dokonania przymusowego wykupu, nie doszło w spółce V do żadnych zdarzeń, które istotnie wpływałyby na jej wartość ekonomiczną.

Nadto w kwietniu 2016 roku miały miejsce kolejne transfery akcji V tym razem po **zł za akcję**, co ponownie potwierdziło ich wartość na poziomie znacząco przekraczającym cenę przymusowego wykupu.

Dowód: załącznik do raportu bieżącego V nr z kwietnia 2016 z zawiadomieniem Q Sp. z o.o.
Załącznik nr 7

Sąd Rejonowy wyrokiem z lipca 2019 oddalił pozew.

Dowód: wyrok Sądu Rejonowego w K z lipca 2019 wraz z uzasadnieniem, sygn. akt:
Załącznik nr 8

Od tego wyroku Skarżący złożył apelację. W dniu października 2021 Sąd Okręgowy w K , wydał wyrok, którym apelację oddalił.

Dowód: wyrok Sądu Okręgowego w K z października 2021 wraz z uzasadnieniem, sygn. akt:
Załącznik nr 9

2. Wskazanie, które konstytucyjne prawo Skarżącego, i w jaki sposób zostało naruszone

W wykonaniu obowiązku z art. 53 ust. 1 pkt 2 Ustawy o organizacji i trybie postępowania przed Trybunałem Konstytucyjnym wskazuję, że **naruszono prawo Skarżącego do własności** w ten sposób, że zostało ono – poprzez dokonany przymusowy wykup – ograniczone w sposób

naruszający jego istotę, albowiem Ustawa o ofercie publicznej nie przewiduje mechanizmu gwarantującego ochronę własności, nie zapewniając adekwatnego do ograniczenia własności ekwiwalentu zapewniającego zachowanie *status quo*.

Sąd orzekając oparł się o przepis art. 82 ust. 2 Ustawy o ofercie i zawarte w nim odesłanie do art. 79 ust. 1-3 Ustawy o ofercie stwierdzając, że nie zachodzi bezprawność w sytuacji, gdy cena wykupu ustalona zostaje zgodnie z tym przepisem – bez względu na inne czynniki jak wartość przedsiębiorstwa, jego majątek etc.

Naruszenie prawa własności skarżącego nastąpiło w ten sposób, że **pominięto ustawodawczo mechanizm, który zapewniłby ekwiwalentność świadczenia otrzymanego w zamian za wykupywane akcje.** Głównym miernikiem jest średnia kursowa, która może **rażąco odbiegać** od realnej wartości akcji, zaś brak jest jakichkolwiek mechanizmów pozwalających na weryfikację powyższego, umożliwiających wywłaszczanemu akcjonariuszowi na zweryfikowanie

Prawo własności Skarżącego zostało naruszone zastosowanym przez Sąd przepisem zawierającym pominięcie legislacyjne. Skarżący na podstawie powołanych i zastosowanych przepisów pozbawiony został składnika majątku za wartość wyliczoną na podstawie kwestionowanych norm, nie odpowiadającą jego wartości godziwej jakiej obowiązek zapłaty wynika z konieczności zapewnienia zachowania istoty własności przy jej ograniczeniach. W wyniku zastosowania norm doszło do zmniejszenia wartości majątku Skarżącego – czym naruszono art. 64 Konstytucji gwarantujący nienaruszalność istoty własności.

Wskazanie sposobu naruszenia (rozwinięcie powyższych zarzutów) zawarte jest w dalszej części skargi, w szczególności w punkcie 3.3. oraz 5.1.

Już instytucja przymusowego wykupu spółek prywatnych była przedmiotem orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego.⁸ W toku tego postępowania ujawniła się różnica stanowisk, czy w sytuacji „prywatnego” wywłaszczenia własność podlega ochronie na podstawie art. 21 Konstytucji czy też art. 64 Konstytucji. Jest to o tyle istotne, że to właśnie art. 21 ust. 2 gwarantuje słuszne odszkodowanie za wywłaszczone mienie. W zgodzie z dotychczasowym orzecznictwem Trybunał Konstytucyjny uznał, że unormowania z dziedziny prawa prywatnego przewidujące przejście prawa własności wbrew woli uprawnionego na inną osobę nie powinny być oceniane na podstawie art. 21 ust. 2 Konstytucji.⁹ Stąd nie wskazuje Skarżący na naruszenie art. 21 ust. 2 Konstytucji przez kwestionowany przepis Ustawy o ofercie publicznej.

Niemniej, zgodnie z orzecznictwem Trybunału Konstytucyjnego: „...zasada równej dla wszystkich ochrony własności (art. 64 ust. 2 Konstytucji) i zakaz naruszania istoty prawa własności (art. 64 ust. 3 i art. 31 ust. 3 zdanie 2 Konstytucji), interpretowane z uwzględnieniem zasady słusznego odszkodowania obowiązującej w przypadku wywłaszczenia na cele publiczne (art. 21 ust. 2 Konstytucji), nakazują przyjęcie, że również w przypadku rozstrzygnięć

⁸ TK, wyrok z dnia 21 czerwca 2005, P 25/02

⁹ Stanowisko to podziela również doktryna. Tak m. in. L. Garlicki i M. Zubik, *Art. 21 [w:] Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*. Tom I, wyd. II. Wydawnictwo Sejmowe, 2016.: „<wywłaszczeniem> w znaczeniu konstytucyjnym jest każde przymusowe odjęcie własności na cel publiczny i na rzecz podmiotu publicznego”.

ustawodawczych, przewidujących przejście własności między podmiotami prywatnoprawnymi wbrew woli właściciela, obowiązywać powinno założenie spełnienia świadczenia wzajemnego ze strony osoby uzyskującej własność.”¹⁰ Należy bowiem założyć, że ustawowa ingerencja w prawo własności, niezależnie od tego czy dokonywana jest w związku z koniecznością realizacji celów publicznych, czy też w interesie indywidualnym, podlegać powinna do pewnego stopnia takim samym założeniom. Zdaniem Trybunału Konstytucyjnego „nie można generalnie zakładać, że ingerencja ustawodawcy w prawo własności dokonana na rzecz osób prywatnych podlega mniejszym czy też „łagodniejszym” rygorom konstytucyjnym niż ingerencja dokonana na rzecz państwa i w interesie publicznym”.¹¹ I dalej „mamy do czynienia z konsekwencjami pozbawienia własności, zbliżonymi do wywłaszczenia, a zatem i z koniecznością uwzględnienia przez ustawodawcę tej okoliczności w zakresie co najmniej takim, jak ma to miejsce w przypadku wywłaszczenia na cele publiczne.”¹²

Zdaniem Skarżącego art. 82 ust. 2 OfertaPublU i stosowany w związku z nim art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU nie zapewniają wywłaszczanemu akcjonariuszowi uzyskania wzajemnego świadczenia ze strony osoby przejmującej jego własność, dlatego przepisy te naruszają gwarantowaną przez Konstytucję zasadę ochrony prawa własności. Naruszenie Konstytucji polega na braku w tych przepisach unormowania, które bezwarunkowo nakazywałaby zapłatę odszkodowania w wysokości co najmniej wartości godziwej wywłaszczonych akcji. W zgodzie z powyżej przedstawionym orzecnictwem wskazuje Skarżący na art. 64 Konstytucji jako tę normę konstytucyjną, którą art. 82 ust. 2 OfertaPublU i art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU naruszają.

Skarżący nie kwestionuje wprowadzonej przez art. 82 OfertaPublU samej instytucji przymusowego wykupu w ogólności, wszak przesądzona jest dopuszczalność „prywatnego” wywłaszczenia. Co jest przez Skarżącego kwestionowane, to jedynie sposób ustalenia ceny przymusowego wykupu (odszkodowania). Jak wskazano powyżej, cena przymusowego wykupu jest regulowana przez szereg norm semiimpreatywnych, do których następuje odesłanie (tudzież zastrzeżenie). Zasadność istnienia tych norm, do których art. 82 ust. 2 OfertaPublU odsyła, także nie jest przez Skarżącego kwestionowana – wszystkie te **minima cenowe** mają swoje ekonomiczne uzasadnienie (odnosząc się także do innej niż przymusowy wykup instytucji, o czym dalej). Z uwagi na taką konstrukcję przepisów, Skarżący kwestionuje nie to, co w nich jest, ale to, czego w nich nie ma.

W kompetencji Trybunału Konstytucyjnego leży ocena, czy w uchwalonych przepisach nie brakuje elementów normatywnych koniecznych z punktu widzenia ustawy zasadniczej. Akty normatywne podlegają ocenie pod kątem obecności w danej regulacji norm, bez których konstytucyjność danego aktu może budzić wątpliwości.¹³ Zakwestionowanie konstytucyjności Artykułu 82 ust. 2 OfertaPublU i Artykułu 79 ust. 1-3 OfertaPublU w przedstawionym w *petitum* zakresie wskazuje na takie – określane jako **pominięcie ustawodawcze** – braki normatywne.

¹⁰ TK, wyrok z dnia 21 czerwca 2005, P 25/02

¹¹ tamże

¹² tamże

¹³ Tak L. Bagińska przywołując orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego: K 25/95, K 37/97, SK 8/00, P 19/03, P 42/06, P 27/07, K 24/07 (L. Bagińska, *Skarga konstytucyjna*, Wydawnictwo CH Beck, str. 42-44).

Skarżący kwestionuje zarówno ten przepis, który sposób ustalenia wysokości odszkodowania generalnie ustala (art. 82 ust. 2 OfertaPublU), jak i ten przepis, do którego następuje odesłanie (art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU). Art. 82 ust. OfertaPublU jest normą, która wysokość odszkodowania w sposób nadrzędny reguluje, a z uwagi na swoją konstrukcję inkorporuje w siebie wszystkie te normy składowe (podrzędne), do których odsyła. Z kolei art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU, który sposób liczenia wysokości odszkodowania szczegółowo ustala, jest – z uwagi na swoje braki – sprzeczny z Konstytucją, ale tylko w związku z art. 82 ust. 2 OfertaPublU. Należy mieć tu na uwadze, że art. 79 odnosi się zasadniczo do regulowanej w art. 73-74 Ustawy o ofercie instytucji **wezwania**, a w takim kontekście Skarżący nie wnosi o stwierdzenie jego niezgodności z Konstytucją. Skarżący wnosi o stwierdzenie jego sprzeczności z Konstytucją tylko w odniesieniu do instytucji **przymusowego wykupu**.

Różnica, pomiędzy wezwaniem a przymusowym wykupem polega na tym, że przy wezwaniu akcjonariusz zachowuje swobodę z możliwości zbycia akcji i w ten sposób może, choć nie musi, przyjąć oferowaną cenę a tym samym zachowuje prawo do weryfikacji, czy oferowana cena odpowiada wartości godziwej akcji.

Przymusowy wykup – *nomen omen* – nie pozostawia żadnej decyzyjności powodując, że stosowanie mechanizmu opisanego w art. 73-74 Ustawy o ofercie nie gwarantuje należytej ochrony własności.

3. Uzasadnienie zarzutów niezgodności Artykułu 82 ust. 2 i Artykułu 79 ust. 1-3 Ustawy o ofercie publicznej z konstytucyjnym prawem Skarżącego

3.1. Wstęp

W realiach rynku kapitałowego nawet spełnienie przez dokonującego przymusowego wykupu akcji szeregu warunków (**minimów cenowych**) wskazanych przez Ustawę o ofercie publicznej (art. 79 ust. 1 pkt 1a-1b OfertaPublU, art. 79 ust. 2 punkt 1 OfertaPublU, art. 79 ust. 2 punkt 2 OfertaPublU, art. 79 ust. 3 OfertaPublU, art. 82 ust. 2a OfertaPublU) wciąż może sytuować cenę przymusowego wykupu poniżej rzeczywistej ekonomicznej wartości (wartości godziwej) przedmiotu takiego prywatnego wywłaszczenia (akcji). Interpretując literalnie tekst powyższych norm prawnych, dokonujący przymusowego wykupu akcjonariusz większościowy dobrze prosperującej i stabilnie notowanej na rynku regulowanym spółki, zapłatę jakiegokolwiek wyższej kwoty niż cenę spełniającą ustawowe minima uznaje za świadczenie najzupełniej dobrowolne. W rezultacie wywłaszczony akcjonariusz mniejszościowy nie otrzymuje ekwiwalentu wartości odebranych akcji i ponosi szkodę, zaś dokonujący przymusowego wykupu akcjonariusz większościowy bogaci się jego kosztem. Jest to niedopuszczalne naruszenie praw mniejszościowego akcjonariusza.

3.2. Wartość godziwa akcji

3.2.1. Pojęcie wartości godziwej akcji w normach prawnych i ekonomii

W tej części uzasadnienia Skarżący wykaże dlaczego – pomimo, że odszkodowanie zostaje naliczone zgodnie z przepisami do których odsyła art. 82 ust. 2 OfertaPublU (minima cenowe) – możliwe jest powstanie uszczerbku w majątku wywłaszczonego akcjonariusza. Aby zrozumieć dlaczego taka szkoda może powstać, należy wpierw ustalić czym **wartość godziwa akcji** w ogóle jest, ponieważ to pojęcie można rozumieć na różne sposoby, w zależności od celu jego zastosowania. Pojęcie **wartości godziwej akcji** (przynajmniej w zastosowaniu dla celów przymusowego wykupu) nie ma charakteru normatywnego. Jednak to czym wartość godziwa akcji jest, da się wywieść z przepisów prawa i praw ekonomii, o czym dalej.

a) Wartość godziwa składnika aktywów w prawie bilansowym

Z definicji wartości godziwej według Ustawy o rachunkowości (dalej „UoR”) wynika, że wartość godziwą należy utożsamiać z ceną rynkową.¹⁴ Celem tej regulacji jest prezentacja wartości aktywów jednostki gospodarczej w sprawozdaniu finansowym, przy zastosowaniu zasady ostrożności wyceny.¹⁵ Ale z samej definicji wynika również, że tak ustalona wartość powinna wynikać z transakcji o charakterze rynkowym (woluntatywnym) a nie przymusowym, co już poddaje w wątpliwość stosowanie tej definicji do celów przymusowego wykupu.

Dalsze argumenty utrudniają lub wręcz wykluczają zastosowanie kryterium ceny rynkowej akcji do celów rozliczeń transakcji przymusowych. Przede wszystkim pojawia się pytanie: czy kurs rynkowy akcji, który jest ledwie ułamkiem przypadającego na akcję wartości majątku netto spółki (tj. po odjęciu jej zobowiązań), może stać się postawą do narzucenia biernej stronie transakcji przymusowej ceny rozliczenia tego rodzaju transakcji? Praktyka rynku kapitałowego wskazuje bowiem, że kurs akcji spółki publicznej niejednokrotnie (z różnych przyczyn) nie odzwierciedla ich rzeczywistej wartości ekonomicznej wynikającej z wartości przedsiębiorstwa spółki.¹⁶ Względy słusznościowe podpowiadają oczywiście brak akceptacji dla bogacenia się jednej ze stron takiej transakcji kosztem drugiej.

Stąd zastosowanie definicji wartości godziwej według Ustawy o Rachunkowości do procedury przymusowego wykupu akcji jest słusznie kwestionowane orzecznictwie.¹⁷ Problem nie tkwi

¹⁴ „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...”, tak art. 28 ust. 6 UoR.

¹⁵ Podobnie definiuje to pojęcie Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 13 i taki sam jest cel tej regulacji.

¹⁶ Cena rynkowa akcji na giełdzie odzwierciedla wiele czynników pozaekonomicznych, jak np. stan ładu korporacyjnego w spółce czy reputację dominującego akcjonariusza, cena akcji zawiera dyskonta mniejszości lub dyskonto z tytułu niskiej płynności obrotu w spółce wysoce zmajoryzowanej (a akcje takich spółek stają się przedmiotem przymusowego wykupu). Na to nakładają się czynniki spekulacyjne i psychologiczne, nieefektywność rynków, manipulacje kursem itp.

¹⁷ Jako trafne należy przywołać orzeczenie Sądu Okręgowego w Gdańsku: „*Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, w tym nr 13, można zatem stosować do ustalania wartości godziwej akcji objętej wykupem przymusowym zgodnie z art. 82 OfertaPublU, jednak nie ma wymogu takiego zastosowania, zwłaszcza biorąc pod uwagę to, że Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej zostały tak opracowane, by odpowiadać określonemu celowi, którymi te zasady służą. W szczególności Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 13 wprost w punkcie 4 stanowią, iż w definicji wartości godziwej kładzie się nacisk na aktywa i zobowiązania, ponieważ są one podstawowym przedmiotem wyceny bilansowej. Z powyższego w sposób oczywisty wynika zatem, iż wskazane zasady zostały opracowane na potrzeby wyceny bilansowej.* (...) Brak

w tym, że norma z Ustawy o rachunkowości miałaby być błędna lub niesprawiedliwa, ale w jej błędnym zastosowaniu.

b) Wartość godziwa akcji w ekonomii

Opisany problem jest obecny w piśmiennictwie nauk ekonomicznych od dawna, gdzie znajduje wyjaśnienie. Według wywodzącej się z ekonomii klasycznej teorii wartości, wartość aktywów można mierzyć w dwóch kategoriach: wymiennej i użytkowej.¹⁸ **Wartość wymienna** wynika z tego za ile dane dobro w danym momencie można sprzedać. **Wartość użytkowa** wynika z zachowania tego dobra i czerpania z niego pożytków. To samo dotyczy i akcji spółki akcyjnej. Jej wartość wymienna wynika np. z kursu tych akcji na giełdzie. Jej wartość użytkowa wynika z utrzymania akcji, celem pobierania z niej pożytków (np. dywidend).

Blżej precyzują to normy branżowe rzeczoznawców majątkowych, szczegółowo regulujące obszar wyceny przedsiębiorstw, tzw.: Powszechne Krajowe Standardy Wyceny Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw (dalej KSWS), uznane powszechnie w Polsce reguły wyceny akcji.¹⁹ Normy te dopuszczają różne metodologie wyceny akcji, odzwierciedlające zarówno ich wartość wymienną (np. metoda porównawcza), jak i wartość użytkową (np. metoda *discounted cash flow*, inaczej *DCF*, czy metody majątkowe).

Dowód: Powszechne Krajowe Standardy Wyceny Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw
Załącznik nr 10²⁰

jest zatem podstaw ku temu, aby a priori przyjmować, że wycena wartości godziwej akcji podlegającej przymusowemu wykupowi odbywała się stricte na zasadach wynikających z Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 13, zwłaszcza dlatego, że standardy te odnoszą się do wyceny bilansowej, a taka wycena – (...) – biorąc pod uwagę okoliczności konkretnego przypadku, mogłaby prowadzić do wyceny akcji w sposób daleko odbiegający od wartości, jaką akcja ta rzeczywiście przedstawia. W tym kontekście powód słusznie odwołał się do powszechnego rozumienia pojęcia „godziwy” oznaczającego słuszny, rzetelny, czy też uczciwy (...), jako że stosując pomocniczo definicję wartości godziwej z art. 28 ust. 6 RachunkU, zgodnie z którą za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązania uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami, należy mieć na uwadze, iż właśnie podmioty zainteresowane, dobrze poinformowane i niezależne od siebie (brak przymusu) dążyły do tego, by wartość akcji podlegających wymianie była określona w sposób, który nie byłby dla danego podmiotu krzywdzący, a więc w sposób rzetelny i uczciwy, zapewniający poszanowanie interesów obu stron wymiany akcji. Każdorazowo baczyc przy tym należy, czy przyjęta metoda wyceny taką równowagę i poszanowanie interesów stron zapewnia.”, tak wyrok Sądu Okręgowego w Gdańsku z dnia 30 października 2019, IX GC 683/17 (niepubl.).

¹⁸ Dach Z., *Podstawy mikroekonomii*, Kraków 2001, str. 19

¹⁹ Właściwość zastosowania KSWS w wycenie **wartości godziwej akcji** wynika z § 15 punkt 5 Rozporządzenia Ministra Finansów z 12 grudnia 2001, który dopuszcza oszacowanie wartości godziwej instrumentu finansowego „za pomocą metod estymacji powszechnie uznanych za poprawne.” Respektuje to także orzecznictwo. Jako trafne należy uznać następujące stanowisko Sądu Okręgowego w Gdańsku: „Rozporządzenie to posługuje się zwrotem „w szczególności”, co w sposób oczywisty nie pozwala przyjąć, by istniała w zakresie wymienionych wyżej sposobów jakakolwiek gradacja. Ponadto sposoby te nie stanowią katalogu zamkniętego, wobec czego rozporządzenie dopuszcza wiarygodne ustalenie wartości godziwej w oparciu o inne jeszcze sposoby”, tak wyrok Sądu Okręgowego w Gdańsku z 30 października 2019, IX GC 683/17.

²⁰ Źródło: <https://wycena.net.pl/standardy/KSWS-Ogolne.zasady.wyceny.przedsiębiorstw.pdf>

Normy te dostrzegają również dualizm zastosowania pojęcia wartości godziwej akcji do transakcji przymusowych jak i wolnorynkowych. Wzorem krajów zachodnich KSWs wprowadzają pojęcie tzw. **standardu wartości**. „Standardy wartości są jednym z elementów porządkujących proces wyceny. Są łącznikiem pomiędzy celem wyceny a metodami wyceny nadając tej konstrukcji logiczną całość.”²¹ Normy KSWs wyodrębniają m.in. dwa poniższe standardy wartości:

- 1) Standard **godziwej wartości rynkowej** (*fair market value*) – „to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i nie działający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy (...) Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.”
- 2) Standard **wartości sprawiedliwej** (*fair value*) – „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie 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). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Powyższa definicja nie jest tożsama z definicją wartości godziwej (ang. Fair Value) zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości.”

Z powyższego wynika, że do celów rozliczeń transakcji przymusowych stosuje się odrębny standard wartości (**wartości sprawiedliwej**) od tego, który stosuje się np. do celów księgowych (**godziwej wartości rynkowej**). Obliczenia wartości godziwej akcji z zastosowaniem każdego z tych standardów wartości mogą dać zupełnie różne wyniki dla tych samych akcji.

c) Wartość godziwa akcji według Ustawy o ofercie publicznej

Z opisanych przyczyn przepisy Ustawy o ofercie publicznej wyraźnie odchodzą od zrównania wartości godziwej akcji z ich kursem rynkowym. Ustawa ta reguluje bowiem różnego rodzaju **ekstraordynaryjne operacje kapitałowe**, które mogą mieć charakter wcale nie wolnorynkowy, ale przymusowy (jak przymusowe wykupy) lub mający charakter przymusu pośredniego (jak wezwania delistingowe).

Przykładowo, regulowana przez art. 80 ust. 2 OfertaPublU procedura wezwań nakazuje przedstawienie przez zarząd spółki stanowiska „czy zdaniem zarządu cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki, przy czym dotychczasowe notowania na rynku

²¹ P. Szymański, *Standardy wyceny jako instrument kształtowania jakości procesu wyceny przedsiębiorstwa*, Wrocław 2015, str. 285.

regulowanym nie mogą być jedynym miernikiem tej wartości.” Co więcej, art. 80 ust. 3 OfertaPublU przewiduje upublicznienie opinii zewnętrznego biegłego w odniesieniu do tego czy cena wezwania jest godziwa, o ile taka opinia istnieje.²² Także brzmienie art. 79 ust. 4a OfertaPublU wskazuje, że ustawodawca nie utożsamia wartości godziwej akcji z ich ceną rynkową: „W przypadku gdy średnia cena rynkowa akcji ustalona zgodnie z ust. 1 pkt 1 i ust. 3, znacznie odbiega od wartości godziwej tych akcji...”. Na możliwą rozbieżność pomiędzy wartością rynkową, a wartością godziwą akcji wskazuje również art. 79 ust. 4b OfertaPublU.

Z treści tych przepisów należy wyciągnąć następujące wnioski:

- Ustawodawca wyszedł z założenia, że co do zasady zdrowo działający rynek akcji, przy zachowaniu odpowiedniego poziomu ładu korporacyjnego, winien odzwierciedlać w pojedynczych akcjach realną wartość całego przedsiębiorstwa spółki;
- Ustawodawca posługuje się pojęciem „wartości godziwej”, będącej wentylem bezpieczeństwa mającym na celu eliminację braku ekwiwalentności między ceną rynkową lub ceną wezwania, a wartością godziwą akcji wynikającą z ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa spółki.

d) Wartość godziwa akcji w orzecznictwie

Stanowisko, że kategoria **wartość godziwa akcji** według Ustawy o rachunkowości i według Ustawy o ofercie publicznej nie są tożsame z uwagi na inne zastosowanie, jest w większości popierana przez orzecznictwo. Wydano liczne orzeczenia wstrzymujące wykonanie uchwał delistingowych (znoszących dematerializację akcji) w sytuacji, gdy cena uprzedniego wezwania nie odzwierciedlała wartości godziwej akcji.

Tak orzekał m. in. Sąd Apelacyjny w Warszawie: „Rację ma skarżąca twierdząc, że cena akcji przyjęta w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji (...) S.A. została określona w granicach wynikających z art. 79 ust. 1 cyt. ustawy. Okoliczności tej nie kwestionował również powód. Pozwana pomija jednak fakt, że powoływany przez nią przepis ustanawia minimalną cenę sprzedaży akcji, co nie oznacza, że tak ustalona wartość jest godziwa. Dla ustalenia tej wartości nie można brać pod uwagę wyłącznie wartości akcji wynikającej z notowań giełdowych. Wniosek ten wynika wprost z art. 80 cyt. ustawy, zgodnie z którym zarząd spółki, wyrażając stanowisko dotyczące ogłoszonego wezwania wraz z podaniem podstaw tego stanowiska, jest zobowiązany stwierdzić, czy zdaniem zarządu cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki, przy czym dotychczasowe notowania giełdowe nie mogą być jedynym miernikiem tej wartości. Dokładnie określenie wartości akcji wymaga wiadomości specjalnych (...), jednak na obecnym etapie postępowania samo porównanie ceny wykupu akcji (...) z wartością księgową jednej akcji (...) uprawdopodobnia twierdzenia powoda o tym, że proponowana przez akcjonariuszy żądających dematerializacji”

²² Jest to tzw. *fairness opinion*, co można tłumaczyć jako „opinia co do godziwości”. Jest to powszechna praktyka na rozwiniętych rynkach kapitałowych w przypadku dokonywania określonych transakcji kapitałowych (fuzje, przejęcia, przymusowe wykupy), jej sporządzenie jest najczęściej wymogiem prawnym. „*Fairness opinions* wywodzą się z praktyki amerykańskiej, ale od kilkunastu lat rozpowszechniają się w innych częściach świata, w tym szczególnie w Europie. (...) *Fairness opinion* można określić jako opinię niezależnego, zewnętrznego doradcy oceniającego, czy warunki zamierzonej do zawarcia lub już zawartej transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia.” tak M. Puławski, *Fairness opinions w transakcjach fuzji i przejęć*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 75 (2015)

akcji cena jest wartością niegodziwą i nieekwiwalentną w stosunku do rzeczywistego potencjału i walorów spółki... ”.²³

Z kolei Sąd Apelacyjny w Białymstoku stwierdził: „O ile bowiem można zgodzić się z twierdzeniami pozwanej, że cena (...) została ustalona bez naruszenia przepisów art. 79 w zw. z art. 91 ust. 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (...), tym niemniej okoliczności sprawy wskazują, że może nie być to cena „godziwa”. Opiera się ona bowiem wyłącznie na średnich notowaniach giełdowych z ostatnich 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym [art. 79 ust. 1 pkt 1a) ustawy o ofercie publicznej (...)]. Zgodzić się należy ze skarżącym, że cena w wezwaniu odpowiada warunkom określonym w art. 79 ust. 1 pkt. 1a ustawy. Jednakże powód powołując się na pokrzywdzenie akcjonariusza i godzenie w interes spółki wskazywał, że jest to cena najniższa i nie jest to cena godziwa. Dotychczas przedstawione dowody nie wskazują, że cena wskazana w wezwaniu delistującym uwzględnia interesy mniejszościowych akcjonariuszy, a w szczególności, iż odpowiada normatywnemu wzorcowi ceny godziwej, o której mowa w art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25/WE.”²⁴

Podobnych orzeczeń wydano wiele.²⁵ Także uzasadnienie przywołanego wyroku Trybunału Konstytucyjnego wskazuje, że Sąd Rejonowy w Tarnowie, który skierował wówczas do Trybunału Konstytucyjnego pytanie prawne, trafnie uchwycił sedno problemu: „...Sąd Rejonowy zauważa, że dopuszczenie możliwości przymusowego wykupu akcji może wiązać się ze szkodą dla wspólnika wykupywanego. Jak wynika z art. 418 § 3 k.s.h. w zw. z art. 417 § 1-3 k.s.h. wykupu dokonuje się po cenie rynkowej. Nie musi to jednak oznaczać pełnej rekompensaty dla akcjonariusza, gdyż pozbawia go m.in. możliwości kontynuacji inwestycji, do której był przywiązany, oraz czerpania zysków, które mogą pojawić się w przyszłości.”²⁶

Niemniej zdarzają się orzeczenia przeciwne. Przykładowo, Sąd Rejonowy, który rozpatrywał sprawę odszkodowawczą Skarżącego z tytułu przymusowego wykupu akcji V w pierwszej instancji uznał, że: „Wartość akcji określona jest przez rynek. Wartość godziwą akcji określa zatem rynek. Takie założenie wynika z tego, że cena rynkowa akcji dopuszczonych do obrotu spełnia wymagania, jakie stawiane są wobec wartości godziwej. Jest to bowiem realna kwota jaką można uzyskać z transakcji”²⁷ Podobnie zawyrokował, powołując się na opinię Komisji Nadzoru Finansowego (o czym dalej), Sąd Apelacyjny w Gdańsku: „Jednakże okoliczność, jaki hipotetyczny walor majątkowy kryły w sobie przedmiotowe te akcje nie ma znaczenia w niniejszym procesie, znaczenie bowiem miało wyłącznie ustalenie ich wartości godziwej dla potrzeb wykupu. Z wyjaśnień instytucji powołanej do sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym jasno wynika, iż za wartość tę należy przyjmować wartość rynkową akcji ustaloną na ostatniej sesji na rynku...”²⁸

²³ Postanowienie Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 30 lipca 2015, VI ACz 722/15

²⁴ Postanowienie Sądu Apelacyjnego w Białymstoku z dnia 12 września 2013, I ACz 1100/13

²⁵ Inne podobne: Postanowienie Sądu Okręgowego w Warszawie z 22 stycznia 2015, XX GC 1189/14, Postanowienie Sądu Okręgowego w Legnicy, VI GC 9/16, utrzymane następnie przez Sąd Apelacyjny we Wrocławiu, I ACz 474/16, Postanowienie Sądu Okręgowego w Łodzi z dnia 17 września 2018, X GC 769/18, utrzymane Sąd Apelacyjny w Łodzi mocą Postanowienia z dnia 20 grudnia 2018, I AGz 294/18 i wiele innych.

²⁶ TK, wyrok z dnia 21 czerwca 2005, P 25/02

²⁷ wyrok Sądu Rejonowego w K z lipca 2019,

²⁸ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Gdańsku z dnia 15 lipca 2020, I AGa 267/19

W opinii Skarżącego pogląd wyrażony w tych dwóch ostatnich orzeczeniach jest ewidentnie błędny. Prawidłowa wycena wartości godziwej akcji dla celów rozliczenia transakcji przymusowej powinna uwzględniać wycenę akcji także w oparciu o jej wartość użytkową. Z postrzeganiem wartości inwestycji w kategoriach czysto transakcyjno-spekulacyjnych można byłoby się zgodzić w przypadku kryptowalut czy złota w sztabach, bowiem wartość takich aktywów wynika wyłącznie z ich wartości wymiennej.²⁹ Jednak akcje są instrumentami, które (poza oczywiście obecnym elementem spekulacyjnym) inkorporują w sobie także wartość wynikającą z wartości przedsiębiorstwa spółki.

3.2.2. Wywód prawny pojęcia wartości godziwej akcji

Jakkolwiek Ustawa o ofercie publicznej nie wprowadza definicji normatywnej pojęcia **wartości godziwej akcji**, niemniej to co stanowi ekwiwalent wartości akcji da się wywieść z przepisów prawa, a przywołane argumenty ekonomiczne mają przełożenie na normy prawne. Zacząć należy od wskazania, że prawo cywilne wskazuje na istnienie następujących **atributów prawa własności**:

- uprawnienie do korzystania z rzeczy (w tym m.in. prawo do pobierania pożytków z rzeczy);
- uprawnienie do rozporządzania rzeczą, (w tym m.in. prawo do przeniesienia własności na inną osobę).³⁰

„Uprawnienie do korzystania z rzeczy, a zwłaszcza jej posiadania, ma dla właściciela podstawowe znaczenie. Jak się podkreśla w literaturze, decyduje ono nie tylko o walorze prawnym, ale i ekonomicznym prawa własności.”³¹ Ta ogólna zasada odnosi się i do akcji, a wyraża się w różnych przepisach.

Dostrzega to nawet Ustawa o rachunkowości. Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 17 UoR, inwestycje³² są to: „aktywa posiadane przez jednostkę w celu osiągnięcia z nich korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania przychodów w formie odsetek, dywidend (udziałów w zyskach) lub innych pożytków, w tym również z transakcji handlowej, a w szczególności aktywa finansowe oraz te nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz są posiadane przez nią w celu osiągnięcia tych korzyści.” Wskazano zatem nie tylko na aspekt transakcyjno-spekulacyjny inwestycji, ale również użytkowy.

Z kolei Kodeks spółek handlowych określa jakiego rodzaju przekładające się na korzyści ekonomiczne prawa przysługują akcjonariuszowi spółki akcyjnej. Na tej podstawie należy uznać, że **wartość godziwa akcji jest funkcją przynależnych jej praw majątkowych**:

- prawa do udziału w zysku (art. 347 KSH),
- prawa do udziału w podziale majątku spółki (art. 474 KSH),
- prawa do sprzedaży (337 KSH).³³

²⁹ Przykładem aktywa, którego wartość ma charakter wyłącznie spekulacyjny są bitcoiny, bowiem (przynajmniej według wiedzy Skarżącego) nie posiadają one żadnej wartości użytkowej.

³⁰ S. Jarosz-Zukowska, *Konstytucyjna zasada ochrony własności*, Zakamycze 2003, str. 212

³¹ tamże, str. 213

³² Do „inwestycji” Ustawa o Rachunkowości zalicza również akcje.

³³ Na te prawa wskazuje wyrok Sądu Najwyższego z 16 kwietnia 2004, I CSK 537/03. Wskazuje się niekiedy na jeszcze czwarte prawo majątkowe: prawo poboru (art. 433 KSH), ale to prawo powstaje wyłącznie w określonych

Prawa te są inkorporowane w akcjach i tworzą ich wartość godziwą. Przysługujące akcjonariuszowi **prawo do udziału w zysku** to ekspektatywa przyszłych dywidend z tytułu oczekiwanych zysków z działalności gospodarczej przedsiębiorstwa spółki. Przysługujące akcjonariuszowi **prawo do udziału w podziale majątku** spółki obejmuje należną akcjonariuszowi część udziału z wyprzedaży majątku spółki wskutek jej likwidacji, jeśli nie jest planowana dalsza działalność. **Prawo do sprzedaży** wyraża możliwość zbycia akcji w dowolnym momencie.

Wycena tych praw cząstkowych następuje w różny sposób. Wartość **prawa do udziału w zysku** może być ustalona przez biegłego do spraw wyceny przedsiębiorstw na podstawie zaktualizowanej wartości przyszłych, oczekiwanych przepływów pieniężnych netto z działalności przedsiębiorstwa spółki.³⁴ Wartość **prawa do udziału w podziale majątku** spółki może być wyznaczona przez biegłego, który oszacuje wartość jej składników majątkowych w przypadku planowanej lub wymuszonej likwidacji (np. upadłości). Wartość **prawa do sprzedaży** można ustalić bez pomocy biegłych, jeśli akcje spółki są przedmiotem obrotu na aktywnych rynkach kapitałowych o odpowiedniej płynności (np. uśredniony kurs 3-miesięczny na zamknięciach sesji giełdowych).³⁵

Wartość godziwa akcji jest kombinacją wartości tych składowych praw majątkowych, ale nie jest to suma ich wartości, bowiem realizacja jednego z tych praw wyklucza możliwość realizacji pozostałych. Akcję można albo zbyć, albo utrzymać. Jeśli ktoś akcję sprzeda, nie może jednocześnie oczekiwać korzyści w postaci dywidendy czy udziału w podziale jej majątku. Jeśli akcję utrzymać, to należy oczekiwać korzyści albo z funkcjonowania przedsiębiorstwa spółki, albo z wyprzedaży majątku i likwidacji spółki.³⁶ Aby określić jaka jest to kombinacja, przyjąć należy dwa następujące założenia:

- 1) Spółka działa racjonalnie, tj. realizuje wariant ekonomicznie optymalny spośród tych, które może w danym momencie realizować. Konsekwencją przyjęcia takiego założenia jest np. to, że jeśli nie oczekuje się zysków z dotychczasowej działalności, to spółka restrukturyzuje się, przekształca się lub likwiduje, sprzedając majątek w części lub całości.
- 2) Akcjonariusz spółki działa racjonalnie i posiada swobodę w dysponowaniu swoim majątkiem. Zatem także on może realizować optymalny dla niego wariant: może akcję zbyć lub zachować.

Dodatkowo wycena akcji w **standardzie wartości sprawiedliwej** powinna przyjmować założenie zachowania **ładu korporacyjnego** w spółce, zwłaszcza wynikającej z art. 20 KSH zasady równouprawnienia akcjonariuszy do korzystania z majątku spółki, nawet jeśli w

sytuacjach – emisji akcji z prawem poboru. Odcięcie prawa poboru od akcji powoduje, że należy je wyceniać odrębnie.

³⁴ Za właściwą metodę wyceny tego prawa uważa się metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*discounted cash flow* inaczej *DCF*).

³⁵ Jeśli nie są, można się posiłkować tzw. wyceną porównawczą, szukając tej wartości w oparciu o miarodajną wycenę rynkową akcji innych spółek z tej samej branży.

³⁶ Można wszakże dopuścić wariant pośredni, tj. częściową wyprzedaż majątku, czy sprzedaż zorganizowanego przedsiębiorstwa.

rzeczywistości te założenia nie są realizowane. Wyklucza się zatem wszelkie transfery pozakodeksowe dla wybranych akcjonariuszy i abuzywną tezauryzację zysku. Pozwala to pominąć wycenę uprawnień władczych w spółce i konsekwencją tego założenia jest także niestosowanie tzw. dyskonta mniejszości.

Przy przyjęciu powyższych założeń wartość godziwa akcji jest równa wartości najwyżej wycenionego prawa majątkowego. Innymi słowy, realizuje się funkcja maksimum z wyceny majątkowych praw składowych. Jeśli wartość **prawa do sprzedaży** (wyrażona np. w cenie obserwowalnej na giełdzie w danym momencie) przekracza oczekiwane korzyści z utrzymania akcji, to wartość godziwa akcji jest równa wartości prawa do sprzedaży. Jeśli nie, to wówczas wartość godziwa akcji wynika z utrzymania akcji. I tu realizują się dwa możliwe warianty, z których wartość godziwą tworzy ten optymalny: dalszej działalności gospodarczej spółki lub jej likwidacji (restrukturyzacji).³⁷

3.2.3. Paradoksy wynikające z błędnego zastosowania pojęcia wartości godziwej akcji dla celów transakcji przymusowych

Stosowana niekiedy w wykładni funkcjonalnej dyrektywa interpretacyjna *argumentum ad absurdum* pozwala odrzucić niedorzeczne interpretacje przepisów, gdyż błędna interpretacja prowadzi do paradoksów, z których trudno wybrać.

Jeżeli w przypadku finansowo zdrowej i stabilnie notowanej na rynku regulowanym spółki kurs jej akcji na giełdzie uznać bezwarunkowo za wyznacznik ich wartości „godziwej”, to wówczas może dość do paradoksalnej sytuacji. Cena przymusowego wykupu zostanie ustalona w oparciu o średnie ceny z notowań rynkowych z ostatnich sześciu miesięcy (art. 79 ust. 1 punkt 1a OfertaPublU) i trzech miesięcy (art. 79 ust. 3 OfertaPublU).³⁸ Jednak gdyby ta sama spółka nie była spółką publiczną ale prywatną, to wówczas cena przymusowego wykupu mogłaby zostać ustalona przez biegłego metodą majątkową lub *DCF* na dużo wyższym poziomie. Ale przecież jest to nadal **ta sama** spółka i **te same** akcje, mające tą samą ekonomiczną wartość. Nie ma racjonalnego uzasadnienia, aby akcjonariusz spółki niepublicznej mógł otrzymać ekwiwalent wywłaszczonych akcji, a akcjonariusz spółki publicznej nie.

Podobnych paradoksów można znaleźć więcej. Mogłoby się okazać, że dla akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej bardziej opłacalne byłoby, gdyby spółka ogłosiła upadłość lub restrukturyzację, wówczas przymusowy wykup musiałby zostać dokonany w oparciu o dolne ograniczenie w postaci wartości godziwej akcji (art. 79 ust. 1 pkt 2 OfertaPublU), a nie w oparciu o średnie 3-miesięczną i 6-miesięczną kursów akcji. Wówczas wartość godziwa byłaby wyznaczona przez biegłego, który oszacowałby wartość majątku spółki (choćby likwidacyjną). Zatem akcjonariusz mniejszościowy otrzymałby wyższe odszkodowanie za przymusowy wykup akcji spółki podupadłej niż spółki dobrze prosperującej (sic!).

3.2.4. Wnioski z wykładni komparystycznej

³⁷ Regulują to również normy branżowe: „Jeżeli wartość oszacowana innymi metodami niż za pomocą metody wartości likwidacyjnej jest niższa, wówczas dolną granicą wartości przedsiębiorstwa powinna być wartość likwidacyjna.”, tak KSWS punkt 10.5

³⁸ To oczywiście przy założeniu braku transakcji obligujących do zastosowania pozostałych minimów cenowych.

Wykładnia komparatystyczna jest jedną z postaci wykładni funkcjonalnej.³⁹ Tego rodzaju wykładnia może być szczególnie przydatnym (a czasem wręcz niezbędnym) narzędziem w stosowaniu prawa w tych jego obszarach, które zostały do prawodawstwa danego kraju zaimportowane. Szczegółowa analiza sposobu ustalania cen przymusowych wykupów za granicą przekracza ramy niniejszej skargi konstytucyjnej, jednak warto zwrócić uwagę na ten obszar, który ma wspólny mianownik wszędzie, mianowicie czym jest **wartość godziwa akcji**. Dla potrzeb niniejszego postępowania Skarżący przywoła przykłady orzecznictwa z państw, które posiadają najbardziej rozwinięte rynki kapitałowe na świecie i jednocześnie wysoki poziom kultury prawnej: USA i Niemiec.

a) USA

W systemie prawnym tego państwa od wielu lat istnieje narzędzie służące ochronie interesów akcjonariatu mniejszościowego przed nadużyciami w związku z przeprowadzaniem na rynkach kapitałowych operacji określanymi jako **ekstraordynaryjne transakcje kapitałowe** (*extraordinary corporate events*) – to przede wszystkim ale nie wyłącznie: przymusowe wykupy (*squeeze outs*), łączenia spółek (*merges*), przejęcia (*aquisitions*), zniesienia dematerializacji akcji (*delistings*), rozwodnienia kapitału (*dilutions*). Nadużycia polegają tu często na wykorzystaniu dysparytetu pomiędzy rzeczywistą ekonomiczną wartością akcji (wartością godziwą), a ich wartością rynkową. W obronie swoich interesów akcjonariusz mniejszościowy dysponuje prawem określanym jako **appraisal right**.⁴⁰ Instytucja ta daje akcjonariuszowi mniejszościowemu prawo do podnoszenia roszczeń w oparciu o specjalną procedurę sądową (*appraisal remedy process*), jeśli kwestionuje on przyjęte parametry wyceny akcji. Wówczas dla oceny czy poniósł szkodę powołuje się biegłego.

Zadaniem takiego biegłego jest ustalenie tzw. **fair value** akcji, co tu precyzyjnie należy przetłumaczyć jako **wartość sprawiedliwa**.⁴¹ *Fair value* definiuje się jako: „wartość akcji, udziałów lub innych wkładów właścicielskich, ustaloną niezwłocznie przed wiążącą decyzją korporacji, co do której oponent będący współwłaścicielem wyraża sprzeciw.”⁴² „Poza typowymi warunkami transakcji wolnorynkowych, w praktyce gospodarczej dochodzi do wielu transakcji przymusowych, dotyczących np.: wywłaszczenia, przymusowych podziałów przedsiębiorstw, wypierania udziałowców mniejszościowych, wychodzenia mniejszościowych udziałowców ze spółek osobowych, rozliczeń na potrzeby spadków i w postępowaniach

³⁹ L. Morawski, *Zasady wykładni prawa*, Toruń 2006, str. 151-152

⁴⁰ Źródło: <https://www.investopedia.com/terms/a/appraisalright.asp>. Można to pojęcie tłumaczyć jako „prawo do oszacowania”.

⁴¹ J. Kowalczyk i T. Ramian zauważają, że w literaturze anglojęzycznej termin *fair value* ma podwójne znaczenie, gdyż:

- a) stanowi podstawę wyceny dla szczególnych sytuacji przymusowych;
- b) jest to koncepcja wyceny stosowana na obszarze rachunkowości (sprawozdawczości finansowej), gdzie w warunkach polskich dla tego obszaru zastosowań ugruntował się termin „wartość godziwa”

Wskazali także na dwuznaczność tego pojęcia, wynikający z nieprecyzyjnego tłumaczenia. Angielskie słowo *fair* jest przekładane na język polski zarazem jako „sprawiedliwy”, jak i „godziwy” (tak J. Kowalczyk, T. Ramian, *Wykorzystanie wartości sprawiedliwej do wyceny przedsiębiorstw w Polsce na tle praktyki stosowanej w USA*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 4/2016 (82), cz. 2)

⁴² P. Szymański, *Standardy wyceny jako instrument kształtowania jakości procesu wyceny przedsiębiorstwa*, Wrocław 2015, str. 288

rozwodowych. W rozwiniętych gospodarkach rynkowych spory przy tego rodzaju konfliktach rozwiązywane są z wykorzystaniem odrębnej podstawy wyceny (standardu wartości), nazywanej **wartością sprawiedliwą** (*fair value*).⁴³ W USA jest to kategoria odmienna od **godziwej wartości rynkowej** (*fair market value*), która ma zastosowanie przede wszystkim księgowo.⁴⁴ „W wycenach sądowych w USA **wartość sprawiedliwa** jest standardem prawnie ustanowionym, stosowanym przy określaniu wartości w sytuacjach szczególnych, m.in. wycenie w przypadku podziału spółek, sporów pomiędzy współnikami i sporów kwestionujących uczciwość transakcji. Jeszcze do niedawna w wycenach sądowych nie było zgody co do sposobu definiowania wartości sprawiedliwej, choć dotychczasowe sprawy sądowe wskazywały, że jest to kategoria odmienna od wartości rynkowej. W świetle najnowszych ustaleń można stwierdzić, że **wartość sprawiedliwa** udziałów, poza wyjątkami, stanowi ich proporcjonalny udział w wartości przedsiębiorstwa. Eksperti prawa stanu Delaware definiują **wartość sprawiedliwą** jako wartość bieżąco istniejących aktywów spółki plus wartość bieżąca reinwestycji dostępnych i spodziewanych przez przedsiębiorstwo (Hamermesh, Wachter 2009)”⁴⁵

Dla regulacji instytucji *appraisal right* w USA najbardziej reprezentatywne jest prawo i orzecznictwo stanu Delaware, gdzie zarejestrowanych jest najwięcej spółek publicznych w USA, stąd siłą rzeczy przed tamtejszymi sądami toczy się najwięcej tego typu spraw. Zgodnie z prawem stanu Delaware ustalając wartość *fair value* akcji należy wziąć pod uwagę „wszystkie istotne czynniki.”⁴⁶ To dość ogólne sformułowanie precyzuje precedensowy wyrok Sądu Najwyższego Delaware: „...akcjonariusz jest uprawniony do otrzymania zapłaty za to, co zostało mu odebrane, a mianowicie za jego proporcjonalny udział w kontynuowanej działalności (*going concern*). Poprzez wartość proporcjonalnego udziału akcjonariusza w przedsiębiorstwie rozumie się **rzeczywistą** (*true*) lub **wewnętrzną** (*intrinsic*) **wartość** jego akcji (...). Określając jaka liczba przedstawia tę **rzeczywistą lub wewnętrzną wartość**, rzeczoznawca i sądy muszą wziąć pod uwagę wszystkie czynniki i elementy, które racjonalnie mogą mieć wpływ na ustalenie wartości. Zatem wartość rynkowa, wartość aktywów, dywidendy, perspektywy zarobku, charakter przedsiębiorstwa i wszelkie inne fakty, które były znane lub które można było ustalić...” (tł. wł.).⁴⁷

⁴³ J. Konowalczyk, T. Ramian, *Wykorzystanie wartości sprawiedliwej do wyceny przedsiębiorstw w Polsce na tle praktyki stosowanej w USA*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 4/2016 (82), cz. 2

⁴⁴ P. Szymański, *Standardy wyceny ...*, str. 289

⁴⁵ J. Konowalczyk, T. Ramian, *Wykorzystanie ...*, *op. cit.*

⁴⁶ „In determining such **fair value**, the Court shall take into account all relevant factors.”, tak 8 Delaware Code § 262

⁴⁷ Tekst oryginalny: “The basic concept of value under the appraisal statute is that the stockholder is entitled to be paid for that which has been taken from him, viz., his proportionate interest in a going concern. By value of the stockholder's proportionate interest in the corporate enterprise is meant the true or intrinsic value of his stock which has been taken by the merger. In determining what figure represents this true or intrinsic value, the appraiser and the courts must take into consideration all factors and elements which reasonably might enter into the fixing of value. Thus, market value, asset value, dividends, earning prospects, the nature of the enterprise and any other facts which were known or which could be ascertained as of the date of merger and which throw any light on future prospects of the merged corporation are not only pertinent to an inquiry as to the value of the dissenting stockholders' interest, but must be considered by the agency fixing the value.”, tak Supreme Court of Delaware, wyrok z dnia 1 lutego 1983, *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A.2d 701 (1983), (źródło:)

b) Niemcy

Podobne narzędzia ochrony interesów mniejszości istniały w europejskich systemach prawnych na długo przed wprowadzeniem instytucji przymusowego wykupu, bowiem ekstraordynaryjne operacje kapitałowe mogły przybierać różną postać. Kwestia sposobu ustalenia wartości godziwej akcji w transakcji przymusowej⁴⁸ była w Niemczech przedmiotem kluczowego orzeczenia w latach 90-tych, na szczelbu Federalnego Trybunału Konstytucyjnego. Zgodnie z tym orzeczeniem wartość godziwa akcji (używa się określenia „rzeczywista”, „prawdziwa”) jest kombinacją kilku przypisanych akcjom cech, z których każda niesie za sobą odrębną wartość i wyznacza dolne minimum, które musi być spełnione, aby odszkodowanie uznać za pełne: *„Zbywalność [niem. Verkehrsfähigkeit], jako cecha własności w akcjach, nie może pozostać nieuwzględniona podczas ustalania wartości przedmiotu własności [niem. Eigentumsobjekt]. Rekompensata należna akcjonariuszom mniejszościowym musi być wymierzona w taki sposób, aby także i w przyszłości otrzymali takie zyski z kapitału, które by otrzymali, (...); odszkodowanie musi być tak wyliczone, że akcjonariusze mniejszościowi otrzymają ekwiwalent ich udziału w spółce. Mając powyższe na uwadze (...) odszkodowanie musi być tak wyliczone, że akcjonariusze mniejszościowi otrzymają ekwiwalent ich udziału w spółce. Mając powyższe na uwadze judykatura oraz literatura wychodzą z założenia, że odszkodowanie może być uznane jako „pełne” tylko w przypadku, gdy odzwierciedla ono „prawdziwą” lub „rzeczywistą” wartość udziału w przedsiębiorstwie pracującym z uwzględnieniem cichych rezerw i wewnętrznej wartości biznesu (...). Poza tym odszkodowanie musi być tak obliczone, żeby akcjonariusze mniejszościowi nie otrzymali w żadnym wypadku mniej, aniżeli otrzymaliby w przypadku podjęcia dobrowolnej decyzji o dezinwestycji (...). Niższe odszkodowanie nie spełniałoby przesłanki swobody do dysponowania przedmiotem własności w wystarczającym zakresie.”*

Dowód: kopia tłumaczenia przysięgłego wyroku Federalnego Trybunału Konstytucyjnego w Niemczech z 27 kwietnia 1999, sygn. akt: 1 BVR 1613/94⁴⁹

Załącznik nr 11

Nietrudno zauważyć, że faktycznie jest to wycena poszczególnych praw majątkowych przypisanych do akcji, zgodnie z już przedstawioną uprzednio argumentacją Skarżącego. To ile akcjonariusz otrzymuje z tytułu „dezinwestycji” jest realizacją prawa do sprzedaży akcji, które wynika z cechy akcji jaką jest zbywalność i które może realizować się po kursie obserwowalnym na giełdzie. „*Wewnętrzna wartość biznesu z uwzględnieniem cichych rezerw*” to realizacja wartości akcji w przypadku utrzymania akcji, co przekłada się na realizację prawa do udziału w zysku. „*Ciche rezerwy*” są nadwyżkami wartości majątku, ponad to co jest uwzględnione w bilansie. „*Swoboda do dysponowania przedmiotem własności*” pozwala akcjonariuszowi zrealizować strategię dla niego optymalną, zgodnie z przyjętym już przez Skarżącego założeniem. Stąd wartość tych praw łącznie jest funkcją maksimum z wyceny praw składowych. Argumentacja niemieckiego Federalnego Trybunału Konstytucyjnego jest spójna i logiczna.

⁴⁸ Nie była to transakcja *squeeze out*, ale o podobnym w skutkach charakterze i mająca charakter przymusu pośredniego.

⁴⁹ Wyrok jest dostępny także na stronie internetowej Federalnego Trybunału Konstytucyjnego, źródło: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/1999/04/rs19990427_1bvr161394.html;jsessionid=44A0A517B931AAF8C95F8997D86FCF80.2_cid377

Brak uwzględnienia w obliczeniu wartości akcji jednej z przypisanych jej cech przez niemiecki odpowiednik sądu apelacyjnego zostało uznane przez Federalny Trybunał Konstytucyjny za naruszenie ustawy zasadniczej (ochrona własności).⁵⁰ Na tym orzecznictwie nadal opiera się odpowiednik instytucji *appraisal remedy process* w tym państwie, czyli *Spruchstellverfahren*. Co ciekawe, inaczej niż w sprawie, w której stroną poszkodowaną był Skarżący, zastrzeżenie konstytucyjne wzbudziło niewzięcie pod uwagę wyceny innego z praw majątkowych akcjonariusza: prawa do sprzedaży akcji. To wynikało z utartej w Niemczech praktyki w judykaturze, że kurs akcji na giełdzie ma charakter przypadkowy i nie jest właściwym wyznacznikiem wartości godziwej akcji.⁵¹

Najważniejszy wniosek z przedstawionej wykładni komparatystycznej jest taki, że przy obliczaniu *fair value* akcji nieprawidłowym jest oparcie się wyłącznie na kursie akcji na giełdzie lub wyłącznie na wartości wewnętrznej (ekonomicznej) przedsiębiorstwa spółki. Wartość godziwa akcji jest kombinacją obydwu tych składników.

3.3. Sprzeczność Artykułu 82 ust. 2 i Artykułu 79 ust. 1-3 Ustawy o ofercie publicznej z zasadą ochrony prawa własności

Z wywodzonej z art. 64 ust. 1 i 2 Konstytucji gwarancji własności wynikają pozytywne obowiązki państwa: stworzenie dokładnych reguł prawnoinstytucjonalnych funkcjonowania stosunków majątkowych poprzez ukształtowanie podstawowych instytucji prawnych konkretyzujących treść prawa własności oraz określenie granic prawa własności,⁵² zaś na płaszczyźnie proceduralnej ustanowienia procedur i środków prawnych zapewniających ochronę własności i innych praw majątkowych.⁵³ Gwarancją art. 64 ust. 1 i 2 Konstytucji należy objąć także rozmaite kategorie roszczeń odszkodowawczych, zapewniające ochronę kompensacyjną.⁵⁴

Art. 64 ust. 2 Konstytucji jest konkretyzacją dwóch zasad ogólnych zawartych w Konstytucji: **zasady ochrony własności** oraz **zasady równego traktowania** przez władze publiczne. Z tych zasad wywodzić należy, że „*prawo do odszkodowania, jako prawo majątkowe, podlega ochronie konstytucyjnej.*”⁵⁵ Ponadto: „*Jego ograniczenia nie mogą zamykać drogi sądowej ani nie mogą prowadzić do naruszenia zasady równej ochrony praw majątkowych.*”⁵⁶ Z zasady ochrony własności wynika, że na ustawodawcy spoczywa nie tylko obowiązek pozytywny

⁵⁰ Konkretne jako naruszenie art. 14 § 1 niemieckiej ustawy zasadniczej, zgodnie z którym: „*Gwarantuje się prawo własności i prawo dziedziczenia. Treść i ograniczenia określa ustawa*” (tł. wł.) i który wydaje się być odpowiednikiem art. 64 Konstytucji.

⁵¹ „... istotna jest „rzeczywista wartość wewnętrzna”. Notowania kursów akcji nie są brane pod uwagę (...). Zależą one bowiem od wielu czynników zewnętrznych, nieodnoszących się do wartości, jak wydarzenia polityczne, ogólne trendy giełdowe oraz momenty psychologiczne. Ponadto na kurs akcji wpływ wywierają wielkość i ciasnota rynku [niem. *Marktmenge*], stąd też nie daje on informacji o rzeczywistej wartości akcji. Kurs giełdowy może być niższy lub wyższy aniżeli rzeczywista wartość lub też wartości te mogą się przypadkowo pokrywać.” (str. 5 wyroku Federalnego Trybunału Konstytucyjnego w Niemczech z 27 kwietnia 1999, 1 BVR 1613/94, w aktach).

⁵² TK, K 2/98

⁵³ Tak np. TK: SK 4/05, P 35/05, SK 51/05

⁵⁴ TK, SK 51/05

⁵⁵ TK, K 36/13

⁵⁶ tamże

ustanowienia przepisów i procedur udzielających ochrony prawnej prawom majątkowym, ale także obowiązek negatywny powstrzymania się od przyjmowania regulacji, które owe prawa mogłyby pozbawić ochrony prawnej lub też ochronę tę ograniczać.⁵⁷

Wywiedziona z art. 21 ust. 2 Konstytucji **zasada ekwiwalentności** nakazuje, że odszkodowanie musi odpowiadać wartości wywłaszczonego mienia. Takie odszkodowanie „nie może być w żaden sposób uszczuplane, zarówno w drodze sposobu obliczania odszkodowania, jak i trybu jego wypłacania...”⁵⁸ Konstytucyjnie niedopuszczalnym naruszeniem istoty prawa własności z punktu widzenia art. 64 ust. 3 jest całkowite odjęcie własności bez odpowiedniego ekwiwalentu.⁵⁹

Sprzeczność art. 82 ust. 2 OfertaPublU i art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU z konstytucyjną **zasadą ochrony własności** wywodzić należy z faktu, że nie gwarantują one wywłaszczanemu akcjonariuszowi notowanej na rynku regulowanym spółki akcyjnej otrzymania **ekwiwalentu wywłaszczonego majątku**, którym jest **wartość godziwa akcji**.

W teorii prawa wskazuje się, że szkoda może mieć charakter **naturalny** (tj. występuje niezależnie od normy prawnej, które natomiast istnieją po to aby pociągnąć jakiś podmiot do odpowiedzialności) albo **normatywny** (kiedy uszczerbek powstaje jedynie w wyniku istnienia jakiejś normy prawnej). Wywłaszczenie akcji za odszkodowaniem poniżej ich wartości godziwej jest szkodą mającą charakter naturalny. Stwierdzenie czy szkoda zaistniała (i określenie jej wysokości) jest domeną ekonomiczną, bowiem wartość akcji jest taka jaka jest, a nie wynika z żadnej normy prawnej. A **gdyby nawet takowa norma istniała, można by ją traktować wyłącznie jako **domniemanie**, które można obalić.**

Tymczasem semiimperatywnych norm ustalających minimalną cenę przymusowego wykupu w Ustawie o ofercie publicznej nie da się uznać za takie domniemania. W praktyce możliwe jest – i to w całkowitej zgodności z literą Ustawy o ofercie publicznej – ustalenie ceny przymusowego wykupu w oparciu jedynie o średnie 3-miesięczną i 6-miesięczną kursów akcji. Te parametry uwzględniają wartość akcji jedynie częściowo, w zakresie wartości **prawa do sprzedaży** akcji. Ale nawet ekwiwalent tego prawa nie jest przez Ustawę o ofercie publicznej w pełni zagwarantowany. Może się bowiem zdarzyć, że na skutek jakichś szczególnie korzystnych zdarzeń gospodarczych kurs akcji spółki w ciągu kilku dni przed ogłoszeniem przymusowego wykupu gwałtownie wzrośnie, jednak przeszłe notowania akcji z kilku ostatnich miesięcy będą na tyle obciążać średnią 3-miesięczną i 6-miesięczną, że cena przymusowego wykupu zostanie w zgodzie z literą Ustawy o ofercie publicznej ukształtowana znacząco poniżej ceny rynkowej akcji na moment jego przeprowadzenia. Natomiast **ekwiwalent wartości pozostałych praw majątkowych z akcji nie jest przez Ustawę o ofercie publicznej zapewniony w ogóle.**

Wyciskanemu akcjonariuszowi prywatnej spółki akcyjnej (niepublicznej) otrzymanie ekwiwalentu wywłaszczonego majątku zapewnia Kodeks spółek handlowych, bowiem daje on

⁵⁷ M. Florczak-Wątor, *Art. 64 Prawo do własności, innych praw majątkowych, prawo dziedziczenia*, w: Tuleja Piotr (red.), *Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*, wyd. II

⁵⁸ S. Jarosz-Żukowska, *Konstytucyjna zasada ochrony własności*, Zakamycze 2003, str. 255

⁵⁹ Tak L. Garlicki i M. Zubik, *Art. 64 [w:] Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej. Komentarz*. Tom I, wyd. II. Wydawnictwo Sejmowe, 2016

narzędzia do sądowej weryfikacji czy cena została ustalona prawidłowo. Akcjonariusz ma prawo do sądowej kontroli wyceny wywłaszczonych akcji w formie dokonanej przez biegłego sądowego „kontrwyceny”.⁶⁰ Na tej właśnie podstawie Trybunał Konstytucyjny uznał, że przepisy art. 418 KSH są zgodne z Konstytucją: „Istotne są zatem mechanizmy ochronne dla tych ostatnich [tj. akcjonariuszy mniejszościowych], sprowadzające się w tym wypadku także do ekwiwalentu za utracone prawo majątkowe (własność). I właśnie odpowiednia wycena akcji wykupywanych na podstawie art. 418 k.s.h. jest tym mechanizmem obronnym dla praw akcjonariuszy mniejszościowych, które są realizowane kosztem wolności gospodarczej spółki (praw i wolności innych osób).”⁶¹ Jednak Kodeks spółek handlowych wprost zastrzeża ten wyodrębniony tryb postępowania (postępowanie nieprocesowe prowadzone przez sąd rejestrowy, który powołuje biegłego) dla spółek niepublicznych, stąd nie ma możliwości zastosowania go do spółek publicznych. Ustawa o ofercie publicznej nie gwarantuje uzyskania wzajemnego świadczenia nawet w taki pośredni lub dorozumiany sposób, uniemożliwiając zastosowanie następczej sądowej weryfikacji ceny przymusowego wykupu w jakimkolwiek trybie. Argumentując *a contrario* czyni to art. 82 ust. 2 OfertaPublU i art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU sprzecznymi z Konstytucją.

Ubocznie Skarżący wskazuje, że także w zakresie ustalania ceny przymusowego wykupu spółek wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu art. 82 ust. 2 OfertaPublU jest (w aktualnej wersji⁶²) spreczny z Konstytucją. Tylko z przyczyn formalnych Skarżący nie wnosi o uznanie go za spreczny z Konstytucją w niniejszym postępowaniu (akcje V były notowane na rynku regulowanym).

4. Okoliczności i skutki wejścia w życie oraz utrzymania się przepisów sprzecznych z Konstytucją

Skarżący upatruje główną przyczynę niezgodności z Konstytucją przepisów dotyczących przymusowego wykupu w tym, że wprowadzenie tej instytucji związane było z implementacją Dyrektywy 2004/25/WE, przy czym ustawodawca nie dostrzegł, że mechanizmy Dyrektywy związane są z konkretną sytuacją – reguluje ona wprost tylko sytuację, w której osiągnięcie progu uprawniającego do przymusowego wykupu następuje w związku z uprzednim odkupieniem akcji w wyniku wezwania związanego z przekroczeniem progów (przejęciem kontroli).

Najkrócej mówiąc Dyrektywa legalizuje cenę przymusowego wykupu (uznaje ją za uczciwą) dlatego, że wcześniej doszło do dobrowolnego odsprzedania za tę cenę akcji – w odpowiedzi na wezwanie związane z przejęciem kontroli.

⁶⁰ Tryb ten realizowany jest na podstawie art. 312 § 8 KSH, w zw. z art. 417 § 1 KSH i w zw. z art. 418 § 3 zd. 1 KSH.

⁶¹ TK, wyrok z dnia 21 czerwca 2005, P 25/02

⁶² Art. 82 ust. 2 OfertaPublU został zmieniony przez art. 1 pkt 65 ustawy z dnia 16 października 2019 zmieniającej Ustawę o ofercie publicznej (Dz.U.2019.2217). We wcześniejszej wersji Ustawy można było doszukać się obowiązku zapłaty ceny godziwej na podstawie art. 79 ust. 1 pkt 2 OfertaPublU w zw. z art. 79 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU.

W przypadku, gdy do osiągnięcia progu uprawniającego do przymusowego wykupu nie dochodzi w konsekwencji nabycia akcji w wyniku wezwania będącego następstwem transakcji przejęcia kontroli, zastosowanie (przekopiowanie) mechanizmu z Dyrektywy bez wprowadzenia dodatkowych gwarancji godziwości ceny (które *nota bene* też są przykładowo wymieniane w Dyrektywie) – prowadzi do sprzeczności z art. 64 Konstytucji.

4.1. Implementacja Dyrektywy 2004/25/WE

4.1.1. Przymusowy wykup akcji spółki publicznej jako implementacja art. 15 Dyrektywy 2004/25/WE

Przyczyną wprowadzenia instytucji przymusowego wykupu akcji spółek publicznych była konieczność implementacji Dyrektywy 2004/25/WE do krajowego porządku prawnego. Regulacje wprowadzające przymusowy wykup pojawiły się w Ustawie o ofercie publicznej już w jej pierwotnym brzmieniu w 2005 roku. Samo uzasadnienie projektowanego art. 82 OfertaPublU było lakoniczne. Jako *ratio legis* tego przepisu podano, że przepis ma dotyczyć spółek publicznych, ponieważ „*podobne przepisy dotyczące przymusowego wykupu funkcjonują już w Kodeksie spółek handlowych.*” Niemniej stwierdzono wyraźnie, że celem wprowadzenia art. 82 Ustawy o ofercie publicznej miała być implementacja Artykułu 15 Dyrektywy 2004/25/WE,⁶³ który wprowadzał instytucję przymusowego wykupu w spółkach publicznych. Z uzasadnienia projektu wynika, że wnioskodawca (Prezes Rady Ministrów) uznał konstrukcję art. 82 OfertaPublU za zgodną Dyrektywą 2004/25/WE.

Dowód: strona 1 druku sejmowego nr 3970
Załącznik nr 12

Dowód: strony 21-23 uzasadnienia projektu Ustawy o ofercie publicznej (strony 139-141 druku sejmowego nr 3970)
Załącznik nr 13

4.1.2. Cena akcji na giełdzie, a cena akcji na rynku kontroli

Dalsza argumentacja wymaga wprowadzenia z zakresu nauk ekonomicznych. Bez zrozumienia kilku aspektów funkcjonowania rynków kapitałowych nie da się objąć dalszej części wywodu.

Obrót akcjami spółek publicznych odbywa się na kilku, często niemających ze sobą styczności poziomach, związanych ze strukturą akcjonariatu. W akcjonariacie spółki z jednej strony występuje **akcjonariusz dominujący**, tzn. ten, który posiada taką ilość głosów (niekoniecznie większość), która umożliwia mu sprawowanie kontroli nad spółką (**kontrolny pakiet** akcji). Oprócz akcjonariusza dominującego mogą występować inni, **znaczący inwestorzy** (wskazuje się czasem umownie próg 5% głosów, jako ten wyznaczony dla obowiązków informacyjnych). Poza kontrolą dużych inwestorów znajdują się akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy umownie określanych jako „drobnych” (*free float*), chociaż mogą to być pakiety o znacznej wartości.

⁶³ Uzasadnienie projektu Ustawy o ofercie publicznej podaje nieprawidłową numerację artykułów Dyrektywy.

Obrót, który obserwujemy na giełdach papierów wartościowych na całym świecie, jest domeną przede wszystkim owych „drobnych” akcjonariuszy. Znaczący inwestorzy (a nawet akcjonariusz dominujący) mogą oczywiście wkraczać na ten rynek, ale nabycie/zbycie rzeczywiście dużych pakietów akcji odbywa się w formie umówionych wcześniej transakcji pakietowych lub zgoła poza rynkiem giełdowym. Dzieje się tak dlatego, ponieważ rynek giełdowy nie jest w stanie w krótkim czasie wchłonąć rzeczywiście dużego zlecenia sprzedaży (kupna), bez zachwiania kursem akcji. Wreszcie dochodzimy do trzeciego, najwyższego poziomu obrotu akcjami spółek publicznych – transakcjami pakietami kontrolnymi. Tego rodzaju transakcje nie są dokonywane na giełdzie papierów wartościowych, ale na rynku od giełdy oderwanym, który rządzi się odrębnymi prawami – na **rynku kontroli**.⁶⁴ Dotychczasowy właściciel pakietu kontrolnego ustala cenę z potencjalnym nabywcą w drodze dwustronnych negocjacji. Dochodzi wówczas do transakcji potocznie określanej jako „nabycie spółki” (*acquisition*) i następuje zmiana akcjonariusza kontrolującego, czyli „przejęcie spółki” (*take over*).

Dla dalszych rozważań istotne jest wskazanie jak obserwowalna na giełdach cena rynkowa akcji odnosi się do ceny akcji z transakcji przejęcia kontroli. Otóż empirycznie potwierdzoną regułą⁶⁵ jest to, że cena akcji z transakcji przejęcia kontroli jest wyższa niż cena rynkowa akcji na giełdzie. Ta nadwyżka określana jest jako **premia za kontrolę**.

Przyczyna tego zjawiska wynika z uprawnień korporacyjnych przynależnych akcjonariuszowi dominującemu z tytułu posiadanej przez niego władzy w spółce. To akcjonariusz dominujący wyznacza strategię jej działania. Akcjonariusz dominujący narzuca politykę dywidendową. Możliwość obsadzenia zarządu nominatami akcjonariusza dominującego (polityka kadrowa) przesądza o tym, że akcjonariusz dominujący *de facto* prowadzi politykę informacyjną, politykę rachunkowości i bieżącą działalność operacyjną. Wszystkie te działania prowadzi mając na uwadze także swój własny interes. Naturalnym jest bowiem istnienie sprzeczności interesów w akcjonariacie.

Realizacja tych sprzecznych interesów może przekraczać granice prawa lub dobrych obyczajów. Stąd istotną przyczyną istnienia premii za kontrolę jest także ryzyko nadużyć uprawnień przez akcjonariusza dominującego, celem przechwycenia dla siebie dodatkowych korzyści kosztem mniejszości.⁶⁶ Szczególnie silnie (i negatywnie) wpływają na kurs akcji tzw. „tunelowanie” spółek i wszelkie naruszenia ładu korporacyjnego. Ponieważ tego rodzaju ryzyka ponosi jedynie akcjonariusz mniejszościowy, oczekuje on wyższego zwrotu z inwestycji niż akcjonariusz większościowy. Zatem cena rynkowa akcji na giełdzie zawiera w sobie ryzyko możliwych nadużyć, albo – jeśli te nadużycia już występują – zawiera dodatkowe dyskonto z tytułu ich wystąpienia, które nie występują w transakcji na rynku kontroli.

Wysokość premii za kontrolę zależy od bardzo wielu czynników, m. in.: kto jest przejmującym kontrolę (inwestor branżowy jest skłonny zaoferować wyższą premię niż finansowy z uwagi na

⁶⁴ Przejęcie spółki w drodze transakcji zawieranych bezpośrednio na giełdzie jest rzadkim zjawiskiem, ale możliwym w sytuacji silnie rozproszonego akcjonariatu.

⁶⁵ Wyjątki od tej reguły są zjawiskiem marginalnym.

⁶⁶ A. Puchalski określa je mianem „*prywatnych korzyści z kontroli o charakterze pieniężnym*” (tak A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, str. 26-28, Wydawnictwo CH Beck, 2016)

możliwość zrealizowania dodatkowych korzyści z tytułu synergii), jaki jest poziom ładu korporacyjnego w przejmowanej spółce (im niższy tym premia wyższa), regulacji prawnych itd.⁶⁷ Liczne badania empiryczne wykazały, że premia za kontrolę różni się także w zależności od branży czy kraju.⁶⁸ Różnica pomiędzy ceną rynkową akcji, a ceną z transakcji przejęcia kontroli jest przyczyną wprowadzenia instytucji **wezwania** do porządku prawnego wielu państw, także w Polsce. „*Celem ustawodawcy jest takie ukształtowanie przepisów regulujących obrót akcjami spółki publicznej, by premia za kontrolę została równomiernie rozdzielona między wszystkich akcjonariuszy spółki publicznej zbywających swoje akcje*”.⁶⁹

Zasadnym jest pytanie: która z wyżej wskazanych cen akcji lepiej odzwierciedla wartość godziwą akcji danej spółki? Na takie pytanie odpowiedź jest jednoznaczna – jest to cena akcji z transakcji na rynku kontroli. Nie będzie to cena rynkowa akcji na giełdzie, ponieważ zakup tych akcji przez akcjonariusza mniejszościowego jest obciążony – oprócz ryzyka działalności gospodarczej przedsiębiorstwa spółki – dodatkowym ryzykiem korporacyjnym, polegającym na braku równouprawnienia akcjonariuszy w czerpaniu korzyści ze spółki. Posiadanie akcji przez akcjonariusza mniejszościowego jest *de facto* posiadaniem udziału w majątku, nad którym kontrolę sprawuje ktoś inny. Nadto istnieją ryzyka ogólno-rynkowe, związane z obrotem akcjami na giełdzie (np. ryzyko braku płynności, spekulacje i manipulacje, krachy giełdowe, nieefektywności rynku kapitałowego), które także obciążają głównie drobnego akcjonariusza.

W przeciwieństwie do akcjonariusza mniejszościowego, akcjonariusz dominujący nabywa (w ujęciu ekonomicznym, a nie prawnym) nie tyle akcje spółki, co jej przedsiębiorstwo: jego majątek i oczekiwane dochody. Nie należy zapominać, że transakcja na rynku kontroli dotyczy dwóch profesjonalnych i dobrze poinformowanych stron, podczas gdy na rynku giełdowym przeważają drobni, w większości nieprofesjonalni „gracze”. Częściowo tym wyjaśnić można występujące na rynku giełdowym zjawisko nieefektywności tego rynku.⁷⁰

4.1.3. Dyrektywa 2004/25/WE a rynek kontroli

Analiza treści Dyrektywy 2004/25/WE nie pozostawia wątpliwości, że **reguluje ona rynek kontroli**. Wynika to już z treści Preambuły: „*Państwa Członkowskie powinny podjąć niezbędne kroki dla ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad ich spółkami. Państwa Członkowskie powinny zapewnić taką ochronę poprzez zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich*

⁶⁷ K. Byrka-Kita, *Premia z tytułu kontroli finansowej a premia z tytułu kontroli strategicznej w wycenie przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 586, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 25, Szczecin 2010

⁶⁸ Raport autorstwa KPMG pt. „*Kontrola ma swoją cenę. Premie w wezwaniach do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW.*” z 2018 roku wskazuje, że w USA premia za kontrolę mieści się zazwyczaj w przedziale od 20% do 40% ponad bieżącą cenę rynkową akcji. Według tego opracowania średnia premia za kontrolę w latach 2010-2017 w Polsce wynosiła 13,4%. (źródło: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pl/pdf/2018/12/pl-Raport-KPMG-Premie-w-wezwaniach-na-akcje-spolek-notowanych-na-GPW.PDF>) Niemniej wiarygodność tych obliczeń jest wątpliwa, z uwagi na niejednoznaczność tego, co oznacza w Polsce „przejęcie kontroli”.

⁶⁹ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji*, Rozdział I *Obowiązek ogłoszenia wezwania*, Warszawa 2011.

⁷⁰ Na rynku kontroli nabywca przeprowadza tzw. proces *due dilligence* – dogłębną analizę przejmowanej spółki. Stąd mniejszy jest stopień nieefektywności na rynku kontroli.

*papiery po **godziwej cenie**, zgodnie ze wspólną definicją.*” Owa „cena godziwa” nie doczekała się definicji normatywnej, niemniej Dyrektywa wskazuje co uznaje za cenę godziwą: *„Najwyższa cena zapłacona przez oferenta za te same papiery wartościowe, lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie, jaki ma być ustalony przez Państwa Członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty, o której mowa w ust. 1, jest uważana za godziwą cenę”*⁷¹ Ponadto oferent musi podnieść cenę wezwania, jeśli w określonym przedziale czasu zakupił akcje po cenach wyższych niż ofertowa do poziomu najwyższej z nich.

W Dyrektywie przyjęto zatem domniemanie, że cena akcji z rynku kontroli jest ceną godziwą. Jak uzasadniono już wyżej, takie domniemanie jest uzasadnione od strony ekonomicznej. Jeśli strony są niepowiązane, to można oczekiwać, że dotychczasowy akcjonariusz kontrolujący spółkę sprzeda nabywcy (przejmującemu) swoje akcje po cenie rzeczywiście odpowiadającej wartości godziwej akcji spółki. I po takiej cenie oferent powinien ogłosić złożyć ofertę nabycia akcji wszystkim pozostałym akcjonariuszom (wezwanie).

Domniemanie, że cena akcji z transakcji przejęcia kontroli odzwierciedla wartość godziwą akcji nie musi być zawsze prawdziwe. Można sobie wyobrazić, że na rynku kontroli dochodzi do swoistej zmowy i strony ustalą cenę za przenoszone akcje w pakiecie kontrolnym w sposób sztuczny (zaniżony), oderwany od rzeczywistej wartości ekonomicznej spółki, aby zaoszczędzić na kosztach wezwania, kompensując sobie wzajemne straty i zyski gdzieś poza tą transakcją. Tu Dyrektywa 2004/25/WE wskazuje na możliwość zastosowania przez Państwa Członkowskie dodatkowych środków ostrożności.⁷² Art. 5 ust. 4 Dyrektywy 2004/25/WE wprowadza katalog przyczyn, które uzasadniają normatywne dookreślenie jak powinna być ustalona „zweryfikowana” cena godziwa: *„...Państwa Członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny (...) zgodnie z kryteriami, które są jasno ustalone. W tym celu, mogą one sporządzić wykaz okoliczności, w których najwyższa cena może być dostosowana w górę albo w dół, na przykład gdy najwyższa cena została ustalona w umowie między podmiotem kupującym i sprzedającym, gdy cena rynkowa tych papierów wartościowych była manipulowana, gdy ceny rynkowe ogólnie lub niektóre ceny rynkowe w szczególności zostały dotknięte przez wyjątkowe zdarzenia, lub w celu umożliwienia ratowania spółki znajdującej się w trudnej sytuacji. Mogą one również ustalać kryteria, jakie mają być stosowane w takich przypadkach, na przykład średnią wartość rynkową w określonym okresie, wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa lub inne obiektywne kryteria wyceny powszechnie używane w analizie finansowej.”* To daje możliwość powołania się na opinię biegłego z zakresu wyceny przedsiębiorstw, który ustali wartość godziwą akcji.

Dyrektywa 2004/25/WE skupia się zasadniczo na kwestii przejęcia spółek publicznych (*take over*).⁷³ Regulujący procedurę przymusowego wykupu Artykuł 15⁷⁴ nie pozostawia

⁷¹ Tak Artykuł 5 ust. 5 Dyrektywy 2004/25/WE. Ten artykuł jest spójny z Preambułą, ponieważ mamy do czynienia z transakcją polegającą na przejęciu pakietu kontrolnego akcji spółki przez podmiot zewnętrzny, którego Dyrektywa określa jako „oferenta”.

⁷² „Państwa Członkowskie powinny zachować dowolność ustanowienia dalszych instrumentów dla ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych”, tak Dyrektywa 2004/25/WE, Preambuła, ust. 9

⁷³ Stąd niekiedy określana jest jako „Dyrektywa o przejęciach”.

⁷⁴ Zwrócić należy uwagę na błąd w tłumaczeniu tekstu Dyrektywy 2004/25/WE. Tytuł Artykułu 15 to: „Prawo przymusowej sprzedaży”. Z treści Artykułu 15 wynika bezsprzecznie, że chodzi o to, co w KSH jest określane jako **przymusowy wykup**. Z kolei tytuł Artykułu 16 brzmi w wersji polskiej: „Prawo przymusowego wykupu”,

wątpliwości, że jest on – w świetle Dyrektywy 2004/25/WE – dopuszczalny tylko wtedy, gdy staje się bezpośrednim następstwem przejęcia.⁷⁵ Wprowadzono na to limit czasu trzech miesięcy od terminu odpowiedzi na wezwanie, który daje określoną gwarancję, że wartość godziwa akcji się nie zmieni. Zgodnie z wymogami Dyrektywy „Państwa Członkowskie zapewniają, aby **oferent mógł żądać sprzedania mu pozostałych papierów wartościowych od wszystkich ich posiadaczy po uczciwej cenie.**”⁷⁶ Zatem ci akcjonariusze mniejszościowi, którzy nie odpowiedzieli na wezwanie będące następstwem przejęcia kontroli, mogą zostać i tak wyłączeni ze swoich akcji, z zastrzeżeniem że cena będzie „uczciwa”.

Podobnie jak Artykuł 5, także Artykuł 15 Dyrektywy 2004/25/WE wprowadza domniemanie co jest ową „uczciwą ceną”. Z tym, że wymogi uznania ceny za godziwą („uczciwą”) dla celów przymusowego wykupu są nawet dalej idące. Nie tylko muszą zostać spełnione wymogi „godziwości” jak przy cenie wezwania (wobec którego przymusowy wykup jest – jak wskazano powyżej – następczy), ale wprowadzono wymóg wysokiego progu odpowiedzi na nie: „świadczenie jest uważane za uczciwe, jeżeli w wyniku oferty oferent nabył papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90 % kapitału akcyjnego dającego prawo głosu...”⁷⁷ Jest to silne zabezpieczenie interesów mniejszości w przypadku mniej zmajoryzowanych spółek.

4.1.4. Implementacja Dyrektywy 2004/25/WE do krajowego porządku prawnego w zakresie przymusowego wykupu

W Ustawie o ofercie publicznej nie zamieszczono warunku uprzedniego przeprowadzenia oferty (wezwania) będącej następstwem transakcji przejęcia kontroli dla przeprowadzenia przymusowego wykupu, a co za tym idzie, spójnego z treścią art. 15 Dyrektywy 2004/25/WE ustalenia ceny przymusowego wykupu. Art. 82 ust. 1 OfertaPublU przyznaje prawo do przeprowadzenia przymusowego wykupu temu kto „osiągnął lub przekroczył 95% ogólnej liczby głosów w tej spółce”,⁷⁸ ale przecież to nie musi się wiązać z przejęciem kontroli.

Zatem silnie uzasadnione domniemanie co jest ceną godziwą według Dyrektywy 2004/25/WE nie będzie miało zastosowania w sytuacji, kiedy aktualny akcjonariusz dominujący jedynie nabywa kolejne akcje (lub wręcz zawiera porozumienia, aby uniknąć podnoszenia kursu akcji przez dodatkowy popyt ze swojej strony), aby osiągnąć próg głosów uprawniający go do przeprowadzenia przymusowego wykupu. W tym kontekście zapisy art. 82 ust. 2a OfertaPublU, które wprowadzają minimum cenowe oparte o cenę wezwania, nie osiągają zamierzonego przez Dyrektywę ekonomicznego efektu, skoro takie wezwanie nie musi się wiązać z przejęciem kontroli.⁷⁹ Podobnie na znaczeniu straciły zabezpieczające akcjonariusza

choć z tekstu przepisu bezsprzecznie wynika, że chodzi o prawo akcjonariuszy mniejszościowych do sprzedaży swoich akcji.

⁷⁵ Wynika to z art. 15 ust 1 Dyrektywy 2004/25/WE: „Państwa Członkowskie zapewniają, że w **następstwie oferty złożonej wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty...**”

⁷⁶ tak Dyrektywa 2004/25/WE, art. 15, ust. 2

⁷⁷ tak Dyrektywa 2004/25/WE, art. 15, ust. 5

⁷⁸ W stanie prawnym przed nowelizacją Ustawy o ofercie publicznej z 2019 roku ten próg wynosił 90%.

⁷⁹ Notabene, przepis ten wszedł w życie dopiero w 2009 roku, na mocy Ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw, zatem pierwotne brzmienie art. 82 OfertaPublU nie implementowało zasady zawartej w Artykule 15 Dyrektywy. Z uzasadnienia projektu tej zmiany

mniejszościowego zapisy art. 79 ust. 2 OfertaPublU, wymuszające podniesienie ceny przymusowego wykupu do poziomu ceny uprzedniego nabycia akcji przez akcjonariusza dominującego – zapis także chybiony wobec faktycznych intencji Artykułu 5 ust. 4 Dyrektywy 2004/25/WE. Prawdłowo przywołano 3-miesięczny termin na wykonanie prawa do przymusowego wykupu od momentu przekroczenia uprawniającego do tego progu głosów, ale zapis ten nie ma ekonomicznego efektu zawartego w Dyrektywie.

Przy implementacji Dyrektywy 2004/25/WE, ustawodawca krajowy nie dostrzegł tej różnicy i nie zastosował dla przymusowego wykupu niepoprzedzonego wezwaniem związanym z przejściem kontroli dodatkowych mechanizmów, które pozwoliłyby na weryfikację parametrów wynikających z dolnych minimów wskazanych art. 79 OfertaPublU.

Jak wskazano na wstępie, przyczyną powyższego jest brak zrozumienia tychże różnic, które decydują o konieczności zastosowania przy przymusowym wykupie niezwiązanym z przekroczeniem progów kontroli innych, obiektywnych kryteriów ustalenia a co najmniej weryfikacji ceny wykupu. Na marginesie warto wspomnieć, że o owych powszechnie używanych w analizie finansowej kryteriach stanowi sama Dyrektywa, co tym bardziej powinno mobilizować do podjęcia odpowiednich kroków).

Skarżący przywołał zapisy Dyrektywy jedynie po to, aby przedstawić co Dyrektywa uznaje za „cenę godziwą” dla potrzeb przymusowego wykupu związanego z przejściem kontroli i jednocześnie wykazać, że krajowy ustawodawca nie zastosował niezbędnych mechanizmów dla ustalenia ceny godziwej przy przymusowym wykupie realizowanym w innych okolicznościach, niż opisane w Dyrektywie. Zamiast tego wprowadził normy, których ekonomiczna treść nie pozwala na przyjęcie, że wartość godziwa akcji (w rozumieniu Dyrektywy 2004/25WE) jest w nich prawidłowo odzwierciedlona.

Stanowisko to potwierdzają przykłady implementacji Artykułu 15 Dyrektywy 2004/25/WE w innych krajach Unii Europejskiej.⁸⁰

4.2. Skutki wejścia w życie przepisów umożliwiających przymusowy wykup poniżej wartości godziwej

Skutki wejścia w życie przepisów umożliwiających wywłaszczenie cudzych akcji poniżej ich rzeczywistej wartości były poważne. Przyszły one nie od razu, bowiem w latach 2005-2007 indeksy warszawskiej giełdy pięły się w górę. Jednak lata następne przyniosły dekoniunkturę,

wynika, że „wprowadzony został przepis doprecyzowujący kwestię ceny, po jakiej nabywane są akcje w drodze przymusowego wykupu poprzedzonego wezwaniem na wszystkie pozostałe akcje spółki.”, tak druk sejmowy uzasadnia wprowadzenie art. 82 ust 2a (Druk nr 63 z 6 listopada 2007 r, str. 28 uzasadnienia projektu). Oznacza to, że ustawodawca nie rozpoznał mechanizmu ustalającego cenę przymusowego wykupu w Dyrektywie.

⁸⁰ Przykładem ścisłej implementacji Dyrektywy 2004/25/WE jest niemiecka ustawa *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (§§ 39a – 39c)*, która wprowadza warunek przejścia kontroli i limit czasowy 3 miesiące na przeprowadzenie *squeeze out*. Cena przejścia kontroli jest ceną przymusowego wykupu. Cała procedura poddawana jest kontroli wyspecjalizowanego sądu (*Landgericht Frankfurt am Mein*). Oprócz tego ustawodawstwo niemieckie dopuszcza ogólny tryb przeprowadzenia przymusowego wykupu spółki (także publicznych) według przepisów będących odpowiednikiem polskiego KSH (*Aktiengesetz* §§ 327a – 327f). Cena przymusowego wykupu może być wówczas weryfikowana przez biegłych w procedurze określanej jako *Spruchstellverfahren*.

która spowodowała odpływ kapitału z giełdy, a kursy akcji wielu spółek spadły znacząco. Wówczas polski rynek kapitałowy został wręcz „przeorany” przymusowymi wykupami spółek publicznych, z odszkodowaniami na poziomie znacząco poniżej wartości godziwej wywłaszczanych akcji. Trudno się temu dziwić, skoro każde takie wywłaszczenie przynosiło akcjonariuszom dominującym korzyści w wysokości od kilku (w przypadku mniejszych spółek) do nawet kilkudziesięciu milionów złotych (w przypadku większych). W kilku przypadkach wypłacone wywłaszczanym akcjonariuszom odszkodowanie miało charakter wręcz rabunkowy, będąc ułamkiem nawet wartości likwidacyjnej akcji (sic!).

W interesie tych akcjonariuszy dominujących notowanej na rynku regulowanym spółki, którzy zamierzają możliwie jak najtaniej wywłaszczyć mniejszość w oparciu o minima cenowe wynikające z art. 79 ust 1a OfertaPublU i art. 79 ust. 3 OfertaPublU (średnie notowań), jest to, aby kurs akcji ukształtował się możliwie jak najniżej, w każdym razie poniżej ich wartości godziwej. Aby to osiągnąć nie jest konieczna czynna manipulacja kursem. Czasem wystarcza jedynie wykorzystanie dekonjunkury giełdowej i kreowanie atmosfery zniechęcenia czy braku zainteresowania spółką. Często wykorzystuje się szersze spektrum narzędzi, które daje polityka korporacyjna, aby odstraszyć popyt na akcje: wieloletni brak wypłacania dywidend, obsadzanie kluczowych stanowisk zarządczych przez członków rodzin za wysokie wynagrodzenia, transakcje z podmiotami powiązanymi, itp. Zamierzony efekt powstaje mimo, że działania spółek pozostają w granicy prawa.⁸¹

Jednocześnie tacy akcjonariusze dominujący starają się osiągnąć uprawniający ich do dokonania przymusowego wykupu próg głosów, ale w taki sposób, aby nie przyczyniać się do wzrostu kursu akcji. Z reguły nie dokonuje się tego poprzez skupywanie akcji na giełdzie, bowiem dodatkowy popyt na akcje wysoce zmajoryzowanych spółek siłą rzeczy podniósłby kurs akcji, nie wspominając o konieczności ciągłego wypełniania obowiązków informacyjnych przez akcjonariusza dominującego, co także nie pozostałoby bez wpływ na kurs.

Stosuje się zatem powszechnie jeden z trzech opisanych niżej sposobów:

- 1) Wezwanie połączone z ogłoszeniem zamiaru delistingu. Takie wezwanie ogłasza akcjonariusz dominujący, po możliwie najniższej cenie spełniającej minima według art. 79 OfertaPublU. Groźba delistingu działała na wielu akcjonariuszy mniejszościowych na tyle odstrasżająco, że są oni skłonni wyprzedać swoje akcje. Na takie wezwanie z reguły odpowiadają otwarte fundusze emerytalne, które nie mogą utrzymywać w swoich portfelach akcji spółek niepublicznych,⁸² na co nałożyła się postępująca likwidacja OFE.⁸³
- 2) Zawiazywanie porozumień akcjonariuszy. Zawiazywanie takich porozumień dopuszcza art. 87 ust. 1 pkt 5 OfertaPublU. Ten sposób wymaga „dogadania się” z kilkoma większymi spośród akcjonariuszy mniejszościowych, aby wspólnie przekroczyć uprawniający do dokonania przymusowego wykupu próg. Oczywiście tacy

⁸¹ *Casus* spółki V jest przypadkiem potwierdzającym jak głębokiej deprecjacji może ulec kurs akcji wobec wartości godziwej akcji w przypadku spółki będącej na marginesie zainteresowania ze strony rynku kapitałowego.

⁸² Ograniczenie to wynika z art. 141 Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych.

⁸³ Przykłady (w nawiasie podano rok przymusowego wykupu): Ergis S.A. (2019), PGO S.A. (2021)

akcjonariusze w tym porozumieniu partycypujący też oczekują z tego tytułu jakichś korzyści, które muszą w określony sposób otrzymać.⁸⁴

- 3) Rozwodnienie akcjonariatu. Ten bardzo agresywny proceder polega na dokonaniu emisji nowych akcji (najczęściej w trybie kapitału docelowego), które obejmuje akcjonariusz dominujący lub podmiot z nim powiązany. Emisja musi być na tyle duża, żeby po jej rejestracji można było przekroczyć próg uprawniający do dokonania przymusowego wykupu. Cena emisyjna jest zbliżona do rynkowej, stanowiąc jednocześnie podstawę do ustalenia ceny przymusowego wykupu.⁸⁵

4.3. Błędne rozumienie pojęcia wartości godziwej akcji przez Ministerstwo Finansów

4.3.1. Reakcja Ministerstwa Finansów na petycje wzywające do zmiany prawa

Jako że fala przymusowych wykupów akcji spółek publicznych za ułamek ich rzeczywistej wartości przybrała rozmiary patologii systemowej, pojawiły się liczne głosy protestu, które wyrażały się m.in. w formie skarg i petycji do Ministerstwa Finansów i Komisji Nadzoru Finansowego. Taką petycję przedłożyło m.in. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, które domagało się od Ministerstwa Finansów podjęcia inicjatywy ustawodawczej, aby wprowadzić mechanizm ochrony wywłaszczanych akcjonariuszy.

Dowód: petycja Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych do Ministerstwa Finansów z 6 marca 2019 sprawie zmian w przepisach dotyczących przymusowego wykupu akcji spółek publicznych
Załącznik nr 14

Ministerstwo Finansów pismem z dnia 27 maja 2019 udzieliło odpowiedzi, z której wynika, że nie widzi potrzeby zmian. Zdaniem Ministerstwa Finansów: „...*regulacje prawne dotyczące instytucji przymusowego wykupu akcji spółek publicznych wystarczająco i należyście zabezpieczają interesy akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek.*” Z takim stanowiskiem nie sposób się zgodzić, jeśli w obrocie gospodarczym wykształciła się praktyka wywłaszczeniowa, która przynosi jednej stronie szkodę, a drugiej wzbogacenie. Nie sposób zgodzić się także z zawartym w piśmie Ministerstwa twierdzeniem, że: „*akcjonariusze większościowi, nawet przy uwzględnieniu swojej dominującej pozycji, nie mają wpływu na finalną cenę akcji w przymusowym wykupie.*” Przeczy temu praktyka funkcjonowania rynków kapitałowych, która wskazuje, że akcjonariusz dominujący poprzez swoje działania może istotnie wpływać na kurs akcji. A skoro polityka akcjonariusza większościowego może wpływać na kurs akcji, to może wpływać także na parametry wskazane w art. 79 ust. 1 pkt 1 OfertaPublU i art. 79 ust. 3 OfertaPublU.

Zdaniem Ministerstwo Finansów „*instytucja przymusowego wykupu akcji została wprowadzona do polskiego porządku prawnego wskutek implementacji dyrektywy 2004/25/WE (...) w sprawie ofert przejęcia, co znalazło swoje odzwierciedlenie (...) w art. 82 ustawy z dnia*

⁸⁴ Przykłady: V S.A. (2015), JW Construction S.A. (2021)

⁸⁵ Przykłady: TelforceOne S.A. (2016), Polnord S.A. (2021)

29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej...” Brak jest zatem nawet świadomości Ministerstwa Finansów, że Dyrektywa 2004/25/WE nie mogła – bez naruszenia Konstytucji – zostać implementowana dla każdego wypadku przymusowego wykupu. Rozwiązania wprowadzone w związku z implementacją Dyrektywy 2004/25/WE w zakresie w jakim dotyczy przymusowego wykupu sprawdzają się tylko w wypadku, gdy przymusowy wykup następuje w wyniku osiągnięcia progu 95% w następstwie wezwania majoryzacyjnego (art. 82 ust. 2a Ustawy o ofercie). Bezskrytyczne przełożenie tych rozwiązań na każdy wypadek przekroczenia progu 95% ogółu akcji – **nie daje należytej gwarancji.**

Dowód: pismo Ministerstwa Finansów z dnia 27 maja 2019 do Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych
Załącznik nr 15

4.3.2. Błędne rozumienie pojęcia wartości godziwej akcji przez Ministerstwo Finansów ujawnione w toku nowelizacji Ustawy o ofercie

To że doszło do wprowadzenia sprzecznych z Konstytucją przepisów, a także do ich utrzymania się przez wiele lat, wynika także z błędnego rozumienia pojęcia wartości godziwej akcji przez Ministerstwo Finansów.

Pomimo braku oczekiwanej reakcji na skargi i petycje, wydaje się, że problem został przez Ministerstwo Finansów dostrzeżony, aczkolwiek bez zrozumienia jego przyczyn. W uzasadnieniu rządowego projektu nowelizacji Ustawy o ofercie publicznej, który został złożony w Sejmie dnia 6 sierpnia 2019⁸⁶ wskazano co następuje: „Dotychczasowa wykładnia art. 79 ust. 1–3 w zw. z art. 82 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, nakazująca ustalać cenę przymusowego wykupu w odniesieniu do wartości godziwej rozumianej zgodnie z art. 28 ust. 6 zd. drugie ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tj. jako cenę rynkową z aktywnego rynku pomniejszoną o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca, jest niezrozumiała dla uczestników rynku oraz stwarza poważne ryzyko do nadużyć. Alternatywny system obrotu NewConnect prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. charakteryzuje się bardzo niską płynnością. Oznacza to, że przy wykorzystaniu niewielkich środków finansowych zainteresowany podmiot może wpłynąć na kurs zamknięcia akcji na dzień przed planowanym ogłoszeniem przymusowego wykupu. Stwarza to ryzyko, że podmioty żądające przymusowego wykupu będą dążyć do **zaniżenia** rozumianej w ten sposób wartości godziwej...”

Dowód: strona 35 uzasadnienia projektu ustawy o ofercie publicznej (druk sejmowy nr 3755⁸⁷)
Załącznik nr 16

Z powyższego tekstu wynika, że Ministerstwo Finansów zaczęło dostrzegać ryzyko nadużyć, ale „dotychczas” dokonuje się takiej wykładni pojęcia wartości godziwej akcji, że utożsamia się ją z definicją przedstawioną w Ustawie o rachunkowości, czyli w uproszczeniu – z ceną

⁸⁶ Projekt ten wszedł w życie jako „Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw”

⁸⁷ Źródło: <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/3C95C7B5011A9AB4C1258451004A3BC2/%24File/3755.pdf>

rynkową. Przy czym nie sprecyzowano od kiedy takiej wykładni się dokonuje, wszak art. 80 ust. 2 OfertaPublU, który jednoznacznie wyklucza taką interpretację, był obecny już w pierwotnej wersji Ustawy o ofercie publicznej z 2005 roku. Brak zrozumienia pojęcia wartości godziwej akcji doprowadził autorów projektu nowelizacji do wniosku, że poprzez sztuczne wpływanie na kurs akcji można „zaniżyć” wartość godziwą akcji. Teza ta jest z pewnością fałszywa w zakresie w jakim wartość realizacji praw majątkowych wynikłych z utrzymania akcji jest wyższa od realizacji prawa do sprzedaży akcji. Ministerstwo Finansów nie dostrzega, że w tym zakresie wartość godziwa akcji jest funkcją wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa spółki. Samo uzasadnienie nowelizacji niesie za sobą pewną sprzeczność: jeśli utożsamiać wartość godziwą akcji wyłącznie z ich wartością transakcyjno-spekulacyjną, to po co właściwie jest ta nowelizacja? Wszak wartość „godziwa” akcji jest wszakże zawsze „wyznaczana” przez kurs akcji na giełdzie.

4.4. Błędne rozumienie pojęcia wartości godziwej akcji przez Komisję Nadzoru Finansowego

4.4.1. Wzajemne sprzeczne stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego

Wartość godziwa akcji jest również błędnie wykładana i stosowana przez Komisję Nadzoru Finansowego (dalej „KNF”). Instytucja ta kilkakrotnie prezentowała stanowisko, zgodnie z którym definicja wartości godziwej według Ustawy o Rachunkowości winna mieć zastosowanie także do transakcji przymusowych, takich jak przymusowy wykup czy wezwanie delistingowe. Jako przykład może służyć pismo KNF, zgodnie z którym „...w związku z tym, że pojęcie wartości godziwej akcji nie zostało zdefiniowane, zasadne jest odniesienie się w drodze analogii do definicji legalnej wartości godziwej zawartej w ustawie (...) o rachunkowości (...). Stosownie do art. 28 ust. 6 zd. 2 ustawy o rachunkowości, wartość godziwa instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa...” Podobne stanowisko było kilkakrotnie podtrzymywane przy innych okazjach, także w sądach.⁸⁸

Dowód: kopia pisma Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 kwietnia 2016 do Morpol S.A. Załącznik nr 17

Niemniej to stanowisko jest niekonsekwentne. W dniu 25 czerwca 2019 KNF nałożył na pewien fundusz inwestycyjny karę pieniężną w związku z wyceną akcji spółki notowanej na rynku NewConnect w sprawozdaniu finansowym tego funduszu po ich cenie rynkowej, w sytuacji kiedy fundusz dysponował wyceną tych akcji na dużo niższym poziomie. KNF przy tym stwierdza: „Według KNF wycena akcji tej spółki bazująca na notowaniach giełdowych była dokonywana nieprawidłowo, gdyż nie uwzględniała znacząco niskiego wolumenu obrotu akcjami Spółki ...”.

Dowód: komunikat z posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 25 czerwca 2019⁸⁹ Załącznik nr 18

⁸⁸ Przykładem jest sprawa o uchylenie uchwały delistingowej spółki Pamapol S.A. prowadzona przed Sądem Okręgowym w Łodzi, X GC 769/18.

⁸⁹ Źródło: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_25_06_2019_66327.pdf

W opinii Skarżącego KNF postąpił dokładnie odwrotnie niż powinien. Zastosował Ustawę o Rachunkowości dla celów transakcji przymusowych, natomiast ukarał za zastosowanie Ustawy o Rachunkowości dla celów księgowych.

4.4.2. Projekt nowelizacji Ustawy o ofercie publicznej autorstwa Komisji Nadzoru Finansowego

Niemniej problem ustalania cen przymusowych wykupów akcji spółek publicznych rażąco poniżej ich wartości godziwej został rozpoznany również w KNF, który postarał się temu zjawisku zaradzić jak potrafił. W dniu 19 listopada 2020 KNF poinformował publicznie o swoich propozycjach zmian w sposobie ustalenia ceny przymusowego wykupu. Projekt KNF przewiduje wprowadzenie wymogu określenia ceny minimalnej w oparciu o wartość godziwą w przypadku **niskiej płynności obrotu**. Wartość godziwą akcji miałyby wówczas ustalić **niezależny biegły**.

Dowód: Informacja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 19 listopada 2020 o przygotowaniu nowelizacji Ustawy o ofercie ⁹⁰
Załącznik nr 19

Projekt ten określić można mianem „protezy” legislacyjnej. Jest to w istocie dodanie kolejnej semiimperatywnej normy (minimum cenowe) do tych już istniejących. KNF rozpoznał, że jedną z przyczyn braku ekwiwalentności pomiędzy wartością godziwą akcji, a obserwowalnym na giełdzie kursem akcji jest niska płynność obrotu wysoce zmajoryzowanych spółek. Nie zauważył jednak, że czynników tych może być dużo więcej. ⁹¹ Nadal nie rozpoznał, że szkoda wskutek wyłączenia za cenę poniżej wartości wyłączonego mienia ma charakter naturalny a nie normatywny, próbując „zadekretować” w jakich warunkach ta szkoda powstaje i tak wyznaczyć granice indemnizacji takiej szkody.

4.5. Stanowisko innych instytucji państwowych

Niemniej także poza sądownictwem są instytucje państwowe, które trafnie rozumieją czym jest wartość godziwa akcji. Przykładem jest Prokurator Generalny, który już przy okazji postępowania przed Trybunałem Konstytucyjnym w zakresie ewentualnej niezgodności z Konstytucją art. 418 KSH, wyraził pogląd, że *„prawa udziałowe są prawem podmiotowym o charakterze inwestycyjnym, którego istotę, w przypadku drobnego akcjonariusza, stanowi przede wszystkim wartość akcji oraz udział w podziale przyszłego i niepewnego zysku i – w razie likwidacji spółki – udział w majątku spółki.”* ⁹²

Również Rzecznik Praw Obywatelskich rozumował prawidłowo: *„Akcje akcjonariuszy mniejszościowych to przede wszystkim inwestycja ekonomiczna. W tej sytuacji tylko „godziwa cena” wykupu może powodować, że akcjonariusze ci nie zostaną pokrzywdzeni. Istotną kwestią jest więc sama wycena wykupywanych przymusowo akcji. Stosowany przy przymusowym*

⁹⁰ Źródło: https://www.knf.gov.pl/aktualnosci?articleId=71488&p_id=18

⁹¹ W opinii Skarżącego istotniejszym czynnikiem cenotwórczym od płynności obrotu są: poziom ładu korporacyjnego i polityka dywidendowa.

⁹² TK, wyrok z dnia 21 czerwca 2005, P 25/02

wykupie akcjonariuszy mniejszościowych odpowiednio art. 417 § 1 k.s.h. określa zasady ustalania ceny wykupu akcji w ten sposób, że akcjonariusze w zamian za przymusowo wykupione akcje otrzymują ekwiwalent „wartości rynkowej akcji” w czasie wykupu akcji. Rzecznik Praw Obywatelskich stwierdza, że jest to cena bez uwzględnienia przyszłościowych możliwych korzyści. Zdaniem wnioskodawcy w ocenie wartości akcji należałoby brać pod uwagę nie tylko wartość rynkową w chwili wykupu, ale również korzyści oczekiwane.”⁹³

Tym bardziej niezrozumiałe są działania instytucji takich jak Ministerstwo Finansów czy Komisja Nadzoru Finansowego, które rutynowo zajmują się rynkami kapitałowymi, stąd nawet lepiej powinny rozumieć prawa ekonomiczne, które tymi rynkami rządzą. Tymczasem obie te instytucje degradują pojęcie wartości godziwej akcji do wymiaru czysto spekulacyjnego, bez oglądu na ich wartość fundamentalną. Mimo świadomości istnienia problemu, nie są z ich strony podejmowane właściwe działania mające na celu zapewnienie właściwej ochrony prawa własności akcjonariuszy mniejszościowych.

5. Kwestie formalne

5.1. Wyczerpanie drogi prawnej

Wskazany w rozdziale 1.2. proces odszkodowawczy z powództwa Skarżącego był próbą uzyskania rekompensaty poniesionych wskutek przymusowego wykupu akcji V szkód w oparciu o istniejące przepisy prawa. Argumentacja powoda (Skarżącego) opierała się na kilku podstawach prawnych:

- 1) W pierwszej kolejności wskazywał Skarżący, że semiimperatywny charakter norm prawnych ustalających cenę przymusowego wykupu (wielokrotnie powtarzane w art. 82 OfertaPublU i 79 OfertaPublU sformułowanie iż „cena nie może być niższa niż”) wskazuje, że zgodnie z wykładnią funkcjonalną, a także systemową w kontekście Dyrektywy 2004/25/WE (obowiązek pro-wspólnotowej wykładni prawa będącego implementacją dyrektyw unijnych) i art. 80 ust. 2 OfertaPublU, można wywieść obowiązek zapłaty ceny wyższej, jeżeli wartość godziwa akcji jest wyższa, z czego można wywieść bezprawność jako przesłankę odpowiedzialności deliktowej i niewykonanie zobowiązania jako przesłankę odpowiedzialności kontraktowej.
- 2) Jako alternatywną podstawę roszczenia wskazał Skarżący na możliwość bezpodstawnego wzbogacenia się beneficjentów operacji wywłaszczeniowej (spółki P Sp. z o.o. oraz E Sp. z o.o. wzbogaciły się na tym przymusowym wykupie łącznie około 7 mln zł), co mogło wynikać z braku możliwości przypisania im działania bezprawnego.
- 3) Oprócz tego Skarżący wskazał na sprzeczne z zasadami współzycia społecznego działania pozwanych, nadużycie prawa i naruszenie obowiązku lojalności akcjonariuszy w stosunku spółki (bogacenie się jednych akcjonariuszy kosztem drugih).

⁹³ Tamże

Zatem żaden z argumentów prawnych Skarżącego nie został podzielony przez sądy pierwszej i drugiej instancji.

W uzasadnieniu wyroku sądu drugiej instancji czytamy: „Sąd Odwoławczy podzielił argumentację Sądu pierwszej instancji, że działania pozwanych mogłyby zostać uznane za bezprawne, gdyby istniała przepisy prawne wskazujące, że przymusowy wykup akcji spółki publicznej ma odbywać się zgodnie z wartością księgową.⁹⁴ Z kolei brak takich norm oznacza że działanie pozwanych w ramach przymusowego wykupu na podstawie i zgodnie z przepisami prawa, nie mogą być uznane za bezprawne. **Nie zostały naruszone żadne kryteria ustalenia ceny wykupu akcji.**” I dalej: „Art. 82 ust. 2 ustawy o ofercie w zw. z art. 79 ust. 1 -3 ustawy o ofercie stanowią wytyczne ustawowe dotyczące ustalania cen akcji przy przymusowym wykupie. Zdaniem Sądu Okręgowego, skoro ustalenie wartości akcji nastąpiło w oparciu o przepisy tej ustawy nie sposób uznać, aby ustalenie ceny było sprzeczne z normami. (...) Pozwanym nie można było też przypisać odpowiedzialności w związku z nienależytym wykonaniem umowy. Jak już wyżej wskazano cena akcji została ustalona zgodnie z kryteriami zawartymi w przepisach prawa.”

Odnosząc się do argumentu pro-wspólnotowej wykładni przepisów Ustawy o ofercie publicznej regulujących sposób ustalania ceny przymusowego wykupu, Sąd Okręgowy odwołał się do Dyrektywy 2004/25/WE w sposób powierzchowny – nie dostrzegł tego, co wynika z unormowań zawartych w Artykule 5 i Artykule 15. Niemniej stanowczo stwierdził, że „sąd zobowiązany jest do dokonywania wykładni przepisów zgodnie z brzmieniem i celem dyrektywy – „o ile to możliwe”. Wykładnia, na którą powoływał się powód w apelacji i dalszych pismach procesowych nie może natomiast prowadzić do tworzenia nowych obowiązków nieprzewidzianych w przepisach prawa czy też pozostających w sprzeczności z postanowieniami przepisów prawa krajowego sformułowanych w sposób wystarczająco jasny i wyraźny.”

Także argument o bezpodstawnym wzbogaceniu nie znalazł zrozumienia Sądu Okręgowego, skoro ustalenie ceny przymusowego wykupu nastąpiło w zgodzie z przepisami Ustawy o ofercie publicznej.

Powyższe stanowisko judykatury Skarżący uznaje. Skoro jednak ustalenie ceny przymusowego wykupu jego akcji poniżej ich wartości godziwej odbyło się w zgodzie z obowiązującym prawem, to właściwym trybem dalszego postępowania jest domaganie się stwierdzenie niezgodności tego prawa z Konstytucją, co Skarżący niniejszym czyni.

Odrębnego komentarza wymaga stanowisko Sądu Okręgowego, który – w ślad za sądem pierwszej instancji – przyjął, że „powód nie poniósł szkody”, nie przedstawiając wszakże swojego na ten pogląd uzasadnienia. Stanowisko Sądu Rejonowego w kwestii tego czym jest wartość godziwa akcji, było już przywołane powyżej (rozdział 3.2.1 podpunkt d) jako przykład sytuującego się w mniejszości błędnego orzecznictwa. Wskazuje się w orzecznictwie i doktrynie, że przedmiotem skargi konstytucyjnej nie może być błędne zastosowanie przepisu

⁹⁴ Sformułowanie „wartość księgową” w tym miejscu jest najpewniej pomyłką Sądu Okręgowego – powód domagał się ustalenia ceny przymusowego wykupu w oparciu o **wartość godziwą akcji** a nie ich wartość księgową, wszak nie są to pojęcia tożsame.

prawa,⁹⁵ a Sąd Okręgowy jest w tym miejscu ewidentnie w błędzie. Ta kwestia traci jednak na znaczeniu, bowiem zasadniczą przyczyną oddalenia powództwa było uznanie Sądu Okręgowego, że brak jest przesłanek warunkujących odpowiedzialność wyłączeniową na podstawie art. 415 KC, art. 471 KC czy też na podstawie art. 405 KC. W tym zakresie uznać należy stanowisko Sądu Okręgowego za prawidłowe i przekonywująco uzasadnione. Zatem nawet uznanie przez sąd drugiej instancji, że Skarżący szkodę poniósł (względnie mógł ponieść, bowiem nie dopuszczono opinii biegłego z wyceny akcji, aby taką szkodę wykazać), musiało doprowadzić do oddalenia jego powództwa, skoro szkodę poniósł on (mógł ponieść) „zgodnie z prawem” (oczywiście z prawem o randze ustawowej). Zatem niniejsza skarga konstytucyjna nie ma charakteru kontroli instancyjnej, bowiem nie dotyczy kwestii błędnego zastosowania prawa materialnego przez wymienione sądy.

Przedłożone w załącznikach (nr 7-8) wyroki są potwierdzeniem spełnienia wymogu formalnego skargi konstytucyjnej, określonego w art. 53 ust. 2 pkt 1-2 Ustawy o organizacji i trybie postępowania przed Trybunałem Konstytucyjny, tj. wyczerpaniem przysługującej Skarżącemu drogi prawnej do dochodzenia roszczeń z tytułu poniesionej szkody.

5.2. Udokumentowanie daty doręczenia wyroku

Wyrok Sądu Okręgowego w K wraz uzasadnieniem został doręczony pełnomocnikowi strony powodowej (Skarżący) w trybie elektronicznym w dniu 9 lutego 2022.

Dowód: potwierdzenie elektronicznego doręczenia wyroku Sądu Okręgowego w z dnia października 2021 (sygn. akt:)
Załącznik nr 20

5.3. Informacja czy od wyroku został wniesiony nadzwyczajny środek zaskarżenia

Od wyroku nie przysługuje skarga kasacyjna z uwagi na wartość przedmiotu sporu poniżej 50.000 zł, stąd nie została ona wniesiona. Prawomocny wyrok sądu drugiej instancji jest ostatecznym rozstrzygnięciem.

6. Podsumowanie

W oparciu o kwestionowany przez Skarżącego przepis w latach po 2005 dokonano w Polsce kilkudziesięciu przymusowych wykupów spółek publicznych, z których znaczna część oparła się o ceny określone w orzecznictwie jako „niegodziwe”.⁹⁶ Niemniej ceny te były wyliczone

⁹⁵ Tak L. Bagińska przywołując orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego: wyrok TK z dnia 8 listopada 2000, SK 18/99 (L. Bagińska, *Skarga konstytucyjna*, Wydawnictwo CH Beck, str. 29)

⁹⁶ Tak przywołane już postanowienie Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 30 lipca 2015, VI ACz 722/15, inny przykład takiego orzeczenia: „Już na tym etapie postępowania poprzez porównanie ceny wykupu akcji (...) z wartością księgową jednej akcji (...) uprawdopodobnione jest twierdzenie powodów, że proponowana przez akcjonariusza żądającego dematerializacji akcji cena ma charakter **wartości niegodziwej**”, tak Postanowienie Sądu Okręgowego w Legnicy z 11 października 2017, VI GC 9/16.

zgodnie z art. 79 ust. 1-3 OfertaPublU. Sytuacja jak opisano trwa po dzień dzisiejszy, jakkolwiek skala tego zjawiska nieco zmniejszyła się, wskutek wspomnianego podniesienia progu uprawniającego do dokonania przymusowego wykupu z 90% do 95% ogółu głosów.

Spowodowało to kryzys zaufania na krajowym rynku kapitałowym. Niniejsza skarga konstytucyjna jest reakcją na ten palący problem. Dlatego przedmiot niniejszej sprawy ma doniosłe znaczenie dla sfery obrotu gospodarczego.

Biorąc pod uwagę powyższe, wnoszę jak w *petitum*.

Michał Szkwerek
Radca prawny

Lista załączników

- 1) pełnomocnictwo do reprezentowania przed Trybunałem Konstytucyjnym wraz z dowodem opłaty
- 2) żądanie przymusowego wykupu akcji V z listopada 2015
- 3) raport bieżący V nr z grudnia 2015
- 4) kopia potwierdzenia dokonania przymusowego wykupu akcji V będących w posiadaniu Skarżącego
- 5) raport bieżący V nr z marca 2016 wraz z załącznikiem z zawiadomieniem spółki Q Sp. z o.o.
- 6) wycena spółki V S.A. sporządzona przez Carda Consultancy na dzień lutego 2016
- 7) załącznik do raportu bieżącego V nr z kwietnia 2016 z zawiadomieniem Q Sp. z o.o.
- 8) wyrok Sądu Rejonowego w K z lipca 2019 wraz z uzasadnieniem, sygn. akt:
- 9) wyrok Sądu Okręgowego w K z października 2021 wraz z uzasadnieniem, sygn. akt:
- 10) Powszechne Krajowe Standardy Wyceny Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw
- 11) kopia tłumaczenia przysięgłego wyroku Federalnego Trybunału Konstytucyjnego w Niemczech z 27 kwietnia 1999, sygn. akt: 1 BVR 1613/94
- 12) strona 1 druku sejmowego nr 3970
- 13) strony 21-23 uzasadnienia projektu Ustawy o ofercie publicznej (strony 139-141 druku sejmowego nr 3970)
- 14) petycja Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych do Ministerstwa Finansów z 6 marca 2019 w sprawie zmian w przepisach dotyczących przymusowego wykupu akcji spółek publicznych
- 15) pismo Ministerstwa Finansów z dnia 27 maja 2019 do Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych
- 16) strona 35 uzasadnienia projektu zmiany Ustawy o ofercie publicznej (druk sejmowy nr 3755)
- 17) kopia pisma Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 kwietnia 2016 do Morpol S.A.
- 18) komunikat z posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 25 czerwca 2019
- 19) informacja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 19 listopada 2020 o przygotowaniu nowelizacji Ustawy o ofercie publicznej
- 20) potwierdzenie elektronicznego doręczenia wyroku Sądu Okręgowego w K z października 2021 (sygn. akt:)

Oprócz powyższego załączono 4 odpisy skargi konstytucyjnej.