

PRZEGLĄD PRAWA HANDLOWEGO

5
(381)

maj
2024

MIESIĘCZNIK



TOMASZ SÓJKA, ADRIAN RYCERSKI

Cena w wezwaniu delistingującym
a naruszenie dobrych obyczajów
przez uchwałę walnego zgromadzenia
o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego

ARTUR NOWACKI

Teoretyczne modele regulacji prawa grup spółek
– dwa modele z wiążącym poleceniem

KRZYSZTOF KUROSZ

Środki pomocnicze w sprawach własności
intelektualnej a pojęcie własności intelektualnej
w prawie unijnym

ANDRZEJ SZLĘZAK

O klasyfikacji rodzajów odpowiedzialności
odszkodowawczej

www.wolterskluwer.pl

www.czasopisma.wolterskluwer.pl

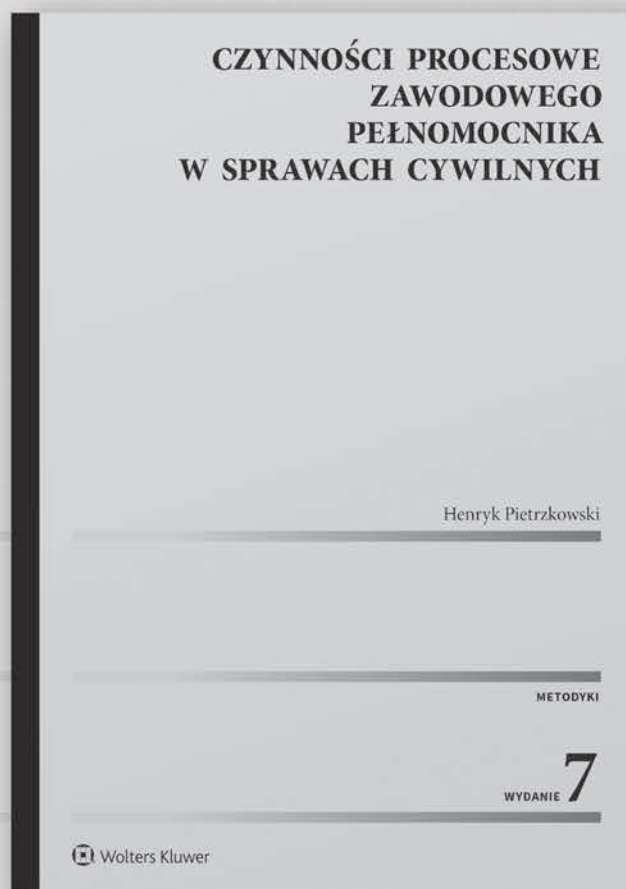


CENA 99 ZŁ (W TYM 8% VAT)
Indeks 32907X



Wolters Kluwer

7. WYDANIE CENIONEJ I PRAKTYCZNEJ KSIĄŻKI



Autor objaśnia krok po kroku postępowanie cywilne z punktu widzenia obowiązków i uprawnień zawodowego pełnomocnika procesowego. W siódmym wydaniu uwzględniono najnowsze nowelizacje Kodeksu postępowania cywilnego z 9.03.2023 r. (Dz.U. poz. 614) i 7.07.2023 r. (Dz.U. poz. 1860).

W książce omówiono m.in. zmiany w zakresie:

- doręczeń, w tym elektronicznych, także przez portal informacyjny oraz pełnomocnikowi do doręczeń,
- wymagań formalnych pisma procesowego wnoszonego przez zawodowego pełnomocnika,
- uprawnień i obowiązków zawodowego pełnomocnika w świetle nowych regulacji dotyczących organizacji oraz przebiegu postępowania,
- ograniczeń w przytaczaniu przez strony twierdzeń i dowodów w systemie koncentracji materiału procesowego oraz skutków ich biernego zachowania,
- składu sądu w postępowaniu w sądzie pierwszej i drugiej instancji, wyłączenia sędziego i posiedzeń sądowych (jawnych, niejawnych, przygotowawczych, zdalnych), planu i przebiegu rozprawy oraz udzielenia zabezpieczenia.

Do licznie powołanych orzeczeń Sądu Najwyższego autor dodał kolejne, wydane w latach 2020-2023. Uwzględnił również nowe regulacje dotyczące środków zaskarżenia (w szczególności apelacji i zażalenia) oraz zmienił rozdział poświęcony kosztom postępowania przez całościowe omówienie tej problematyki.

spis treści

Tomasz Sójka, Adrian Rycerski

- 4** Cena w wezwaniu delistingującym a naruszenie dobrych obyczajów przez uchwałę walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego

Artur Nowacki

- 11** Teoretyczne modele regulacji prawa grup spółek – dwa modele z wiążącym poleceniem

Krzysztof Kurosz

- 22** Środki pomocnicze w sprawach własności intelektualnej a pojęcie własności intelektualnej w prawie unijnym

Andrzej Szlęzak

- 29** O klasyfikacji rodzajów odpowiedzialności odszkodowawczej

Maciej J. Naworski

- 34** Uwagi na temat realizacji roszczenia najemcy o obniżenie czynszu z powodu wad rzeczy najętej

Agnieszka Damasiewicz

- 39** Ocena skutków zmiany przedmiotu odpowiedzialności z tytułu rękojmi za wady rzeczy z „budynku” na „nieruchomość” z perspektywy dziesięciu lat jej obowiązywania

Wiktor Żochowski

- 45** Zasada parytetu płci w zarządach i radach nadzorczych spółek

Krzysztof Jasiński

- 52** Cena w transakcji M&A

contents

Tomasz Sójka, Adrian Rycerski

- 4** Delisting Tender Offer Price in the Context of Violation of Good Morals by the General Meeting Resolution to Delist Shares

Artur Nowacki

- 11** Theoretical Models for Regulation of Company Group Law: Two Models With Binding Instructions

Krzysztof Kurosz

- 22** Ancillary Measures in Intellectual Property Cases in the Context of Intellectual Property in EU Law

Andrzej Szlęzak

- 29** On Classification of Types of Liability for Damage

Maciej J. Naworski

- 34** Comments on Satisfying the Lessee's Claim for Rent Reduction due to Defects in the Leased Item

Agnieszka Damasiewicz

- 39** Assessing the Impact of Change in the Object of Liability under Statutory Warranty for Defects in Goods from 'Building' to 'Real Property' After Ten Years in Force

Wiktor Żochowski

- 45** The Principle of Gender Parity in Company Management and Supervisory Boards

Krzysztof Jasiński

- 52** Price in M&A Transactions

Za publikację na łamach „Przeglądu Prawa Handlowego” Autor otrzymuje 70 pkt (zgodnie z załącznikiem do komunikatu Ministra Nauki z 5.01.2024 r. w sprawie wykazu czasopism naukowych i recenzowanych materiałów z konferencji międzynarodowych, wydanego na podstawie art. 267 ust. 3 ustawy z 20.07.2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, Dz.U. z 2023 r. poz. 742 ze zm.).

Miesięcznik „Przegląd Prawa Handlowego” jest ujęty w międzynarodowej bazie European Reference Index for the Humanities and Social Sciences (ERIH+) oraz indeksowany w bazie BazEkon.



PRZEGLĄD PRAWA HANDLOWEGO

miesięcznik ukazuje się od 1992 r.

RADA PROGRAMOWA

prof. Emilio Castorina,
prof. dr hab. Józef Frąckowiak, prof. dr hab. Andrzej Jakubicki,
prof. Julian Juergensmeyer, prof. dr hab. Wojciech J. Katner,
prof. dr hab. Andrzej Kidyba, prof. dr hab. Ryszard Markiewicz,
dr Jerzy Modrzejewski, prof. dr hab. Józef Okolski,
prof. dr hab. Krzysztof Pietrzykowski,
prof. dr hab. Wojciech Popiołek, prof. dr hab. Jerzy Rąjski,
prof. dr hab. Marek Safjan, prof. dr hab. Stanisław Sołtysiński,
prof. dr hab. Andrzej Szumański, dr Leigh Williams

KOLEGIUM REDAKCYJNE

Redaktor naczelny
Małgorzata Modrzejewska

Z-ca Redaktora naczelnego

Cezary Wiśniewski

Sekretarz redakcji

Anna Popławska

tel. +48 668 618 563

e-mail: anna.poplawska@wolterskluwer.com

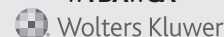
Redaktor języka angielskiego

Anna Setkowicz-Ryszka

Materiały do publikacji powinny zostać przesłane pocztą elektroniczną. Objętość nadesłanych tekstów nie powinna przekraczać 25 000–30 000 znaków ze spacjami. Teksty muszą mieć tytuł, abstrakt w języku polskim, śródtytuł, podsumowanie, słowa kluczowe, przypisy opracowane w tradycyjny sposób – na dole strony, krótką notkę o autorze oraz adres e-mailowy do korespondencji. Autor może zaproponować tłumaczenie na język angielski tytułu tekstu, abstraktu oraz słów kluczowych. Należy także podać (w przypisie) informacje o źródłach finansowania danej publikacji, takich jak np. granty krajowe, międzynarodowe, dotacje fundacji, stowarzyszeń lub instytucji komercyjnych. Do tekstu należy dołączyć bibliografię załącznikową. Przekazując tekst do redakcji, Autor przenosi na Wydawcę wyłączne prawo do jego publikacji (prawa autorskie i wydawnicze). Redakcja zastrzega sobie prawo skracania tekstów, zmiany tytułów, śródtytułów oraz poprawek merytorycznych i stylistycznych, również w wersji angielskiej. Materiały niezamówione nie będą zwracane. Warunkiem publikacji jest odesłanie uprzednio podpisanej umowy z Wydawnictwem. Podstawowe zasady recenzowania nadesłanych tekstów oraz wymagania dla Autorów dotyczące ghostwritingu są dostępne na stronie: <http://www.wolterskluwer.pl/proces-publikacji-w-czasopiśmie>. Za publikację w „Przeglądzie Prawa Handlowego” są wypłacane honoraria autorskie.

Wersją podstawową (referencyjną) czasopisma jest wersja papierowa.

WYDAWCA



01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
Dyrektor Działu Publikacji Periodycznych
Klaudia Szawłowska
klaudia.szawlowska@wolterskluwer.com
Sekretariat: czasopisma@wolterskluwer.pl
<http://www.czasopisma.wolterskluwer.pl/przeglad-prawa-handlowego>

Sprzedaż i prenumerata:

Księgarnia internetowa Wolters Kluwer Polska
www.Profinfo.pl
– tel. +48 732 122 863 lub infolinia 801 044 545,
e-mail: PL-prenumerata@wolterskluwer.com
Ruch – tel. 22 693 70 00 lub 801 800 803,
Kolporter – tel. 801 404 044,
GLM – tel. +48 504 914 773,
Garmond – tel. 22 837 30 08

Nakład 500 egz.



Do 1999 r. czasopismo było własnością Wydawnictwa „KiK” Konieczny i Kruszewski

prof. dr hab. Tomasz Sójka

Autor jest profesorem w Katedrze Prawa Cywilnego, Handlowego i Ubezpieczeniowego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu oraz adwokatem (ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7555-6829>).

dr Adrian Rycerski

Autor jest adiunktem na Wydziale Psychologii i Prawa Uniwersytetu SWPS w Poznaniu oraz adwokatem (ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4673-0450>).

Udział w autorstwie tekstu:

Tomasz Sójka – 50%

Adrian Rycerski – 50%

Cena w wezwaniu delistingującym a naruszenie dobrych obyczajów przez uchwałę walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego

Słowa kluczowe: wezwanie delistingujące, cena rynkowa, wartość godziwa, wartość wewnętrzna, dobre obyczaje, uchylenie uchwały

Niniejszy artykuł prezentuje problematykę podstaw zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego¹ ze względu na cenę zaoferowaną akcjonariuszom mniejszościowym w wezwaniu delistingującym². W ocenie autorów zaoferowanie w wezwaniu delistingującym ceny nabycia akcji zgodnej ze standardem ustawowym, ale nieznacznie odbiegającej od ich wartości godziwej („wewnętrznej”)³, co do zasady samo w sobie nie może prowadzić do stwierdzenia, że uchwała walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego narusza dobre obyczaje.

1 Zamiast określić „rynek regulowany” oraz „alternatywny system obrotu” w artykule stosowane jest określenie „obróć giełdowy”, jako obejmujące obydwie te segmenty systemu obrotu instrumentami finansowymi.

2 Przedmiotem artykułu nie jest problematyka obniżania standardu ceny akcji w wezwaniu delistingującym (art. 79 ust. 4–4f ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych; Dz.U. z 2024 r. poz. 620 – dalej u.o.p. lub ustawa o ofercie publicznej).

3 Na potrzeby niniejszego artykułu wartość godziwa akcji oznacza ich wartość wewnętrzną (ang. *intrinsic value*), co odróżnia ją od ceny rynkowej, stanowiącej najlepsze przybliżenie tej wartości. Cena rynkowa może być określana mianem godziwej w tym sensie, że ustala ją rynek (ogół inwestorów), niemniej jednak fluktuuje ona wokół wartości wewnętrznej, a więc w praktyce może niekiedy od niej odbiegać. W tym kontekście warto przytoczyć art. 28 ust. 6 *in principio* ustawy z 29.09.1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2023 r. poz. 120 ze zm. – dalej u.r.), zgodnie z którym: „Za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca [...]”; zob. także art. 44b ust. 4 pkt 1 u.r.: „Za wartość godziwą określonych aktywów lub zobowiązań przyjmuje się w szczególności w przypadku: 1) notowanych papierów wartościowych – aktualny kurs notowań pomniejszony o koszty sprzedaży [...]”.

I. Wprowadzenie

Ogłoszenie wezwania delistingującego (uregulowanego w art. 91 ust. 5 u.o.p.) jest warunkiem umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia uchwały o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego (art. 91 ust. 3 u.o.p.).

Przeprowadzając wezwanie delistingujące, należy odpowiednio stosować art. 77–77h i art. 79–79f u.o.p., przy czym kluczową – z perspektywy tytułowej problematyki – podstawą prawną jest art. 79 u.o.p., który określa minimalną cenę, jaka może zostać zaoferowana akcjonariuszom w takim wezwaniu⁴. Przepis ten został uchwalony na potrzeby wezwań związanych z przejmowaniem

4 Wyjątki od ogólnej (podstawowej) reguły ustalania ceny minimalnej w wezwaniu delistingującym zostały opisane w pkt 3, poświęconym wykładni językowej i systemowej.

kontroli nad spółką (art. 72a i 73 u.o.p.), niemniej jednak zakres jego zastosowania został rozciągnięty także na przymusowy wykup akcji (art. 82 ust. 2 u.o.p.) oraz wezwanie delistingujące (art. 91 ust. 5 u.o.p.). W obecnym stanie prawnym, zgodnie z art. 79 ust. 1 pkt 1 u.o.p., w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, cena akcji proponowana w wezwaniu nie może być niższa od: (a) średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy poprzedzających przekazanie do Komisji Nadzoru Finansowego zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, oraz z okresu 6 miesięcy poprzedzających przekazanie tego zawiadomienia, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, oraz (b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w art. 79 ust. 1 pkt 1 lit. a tiret drugie (6 miesięcy)⁵.

Co więcej, cena akcji proponowana w wezwaniu nie może być również niższa od: (1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania wzywający lub podmioty z nim związane zapłacili lub zobowiązali się zapłacić w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania, albo (2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które wzywający lub podmioty z nim związane wydali lub zobowiązali się wydać w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie tego zawiadomienia.

Zasadniczo art. 79 u.o.p. wyznacza minimalny próg ceny, jaka może zostać zaoferowana akcjonariuszom w wezwaniu, co z kolei oznacza możliwość jej podwyższenia. Z możliwości tej korzysta się przede wszystkim w wezwaniach związanych z przejęciem kontroli nad spółką, ponieważ zapewnienie premii względem rynku (ceny wyższej niż bieżąca cena rynkowa) stanowi dodatkową zachętę do sprzedaży posiadanych walorów, od czego przecież zależy powodzenie procesu zmierzającego do przejęcia kontroli.

2. Istota sporów sądowych dotyczących „godziwej ceny”

Cena w wezwaniu delistingującym budzi niekiedy zastrzeżenia akcjonariuszy mniejszościowych, co przekłada się na negatywną ocenę samej uchwały o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego czy też – szerzej – na negatywną ocenę całego procesu wycofania akcji z obrotu giełdowego.

Z tego też względu w praktyce spotkać można przypadki zaskarżania uchwały walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego na podstawie art. 422 Kodeksu spółek handlowych⁶ jako naruszającej dobre obyczaje i mającej na celu pokrzywdzenie akcjonariuszy. W takim przypadku akcjonariusze mniejszościowi zarzucają z reguły, że zaoferowana im cena nie jest godziwa,

a co za tym idzie – uchwała o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego naruszyła dobre obyczaje i miała na celu ich pokrzywdzenie. Alternatywną podstawą zaskarżenia w takich sporach jest także art. 425 k.s.h., który wymaga jednak wykazania, że uchwała była sprzeczna z ustawą.

Orzecznictwo⁷ w tym zakresie składa się jednak w znakomitej większości z postanowień w przedmiocie udzielenia zabezpieczenia (art. 730 i n. Kodeksu postępowania cywilnego⁸). Ze względu na istotę tego instrumentu procesowego raczej nie można więc jeszcze mówić o wykształceniu się jakiegokolwiek linii orzeczniczej. Ostateczne przypisywanie sądom powszechnym określonego zapatrywania na tytułową problematykę byłoby przedwczesne. Uwadze nie może jednak umykać fakt, że obraz wyłaniający się z tego orzecznictwa jest jednoznacznie korzystny dla powodów domagających się uchylecia uchwał o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego⁹.

W kontekście pojawiających się orzeczeń sądowych dotyczących uchylania uchwał o wycofaniu akcji z obrotu giełdowego należy podnieść, że wezwanie delistingujące, jako mechanizm ważenia interesów różnych grup podmiotów, umożliwia akcjonariuszom mniejszościowym podjęcie świadomej decyzji o pozostaniu w spółce albo o sprzedaży posiadanych akcji, zanim nastąpi utrata statusu spółki publicznej. Równowaga nie zostałaby jednak zachowana, gdyby nie ustawowy standard wyznaczania ceny w wezwaniu delistingującym, odwołujący się do kryteriów rynkowych. Dzięki niemu możliwe jest bowiem ograniczenie do minimum sporów o cenę, która powinna zostać zaoferowana w wezwaniu delistingującym.

Dlatego też minimalne, ustawowe gwarancje w tym zakresie zapewniają akcjonariuszom mniejszościowym rynkowe warunki „wyjścia”, jednocześnie umożliwiając sprawne i stosunkowo szybkie przejście przez proces zmierzający do wycofania akcji z obrotu giełdowego. Bez tego rozwiązania postępowania sądowe dotyczące wyznaczenia godziwej ceny oferowanej w wezwaniu delistingującym w sposób nieracjonalny wydłużałoby proces wycofania akcji z obrotu giełdowego, generując jednocześnie znaczne koszty obsługi ekonomicznej i prawnej. Niezawodne wyznaczenie wartości godziwej akcji wycofywanych z obrotu giełdowego napotykałoby bowiem liczne trudności, przede wszystkim w ustaleniu takiej wartości, która byłaby bezsporna. Wynika to z różnic w przyjmowanej przez biegłych metodologii wyceny spółki oraz odmiennego postrzegania perspektyw biznesowych wycenianego podmiotu (tj. szacunków dotyczących przyszłych przepływów pieniężnych), które stanowią podstawowy element wyceny metodą dochodową.

⁷ Zob. postanowienie SA w Łodzi z 19.11.2019 r., I AGz 282/19, niepubl., i z 20.12.2018 r., I AGz 294/18, niepubl.; postanowienia SO w Łodzi z 16.09.2019 r., X GC 811/19, niepubl., i z 17.01.2018 r., X GC 769/18, niepubl.; postanowienie SO w Legnicy z 15.01.2016 r., VI GC 9/16, niepubl.; postanowienie SA w Warszawie z 30.07.2015 r., VI ACz 722/15, niepubl.; wyrok SO w Gdańsku z 30.11.2022 r., IX GC 1164/20, niepubl.

⁸ Ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2023 r. poz. 1550 ze zm.).

⁹ W literaturze zostało już zaprezentowane krytyczne stanowisko wobec analizowanego orzecznictwa (zob. R. Woźniak, *Ustalenie ceny godziwej w wezwaniu określonym w art. 91 ust. 6 ustawy o ofercie publicznej – głos do postanowienia Sądu Okręgowego w Warszawie z 22.01.2015 r. (XX GC 1189/14)*, „Głosa” 2016/1, s. 56). Z uwagi jednak na upływ czasu, inny charakter opracowania oraz aspekty wymagające rozwinięcia wciąż zasadne było sporządzenie niniejszego artykułu.

⁵ W przypadku akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu (ASO) taką samą regułą przewiduje art. 91 ust. 6 u.o.p.

⁶ Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2024 r. poz. 18) – dalej k.s.h.



Należy mieć na uwadze, że wartość godziwa akcji to często szeroki zakres wartości wyznaczany na podstawie pewnych teoretycznych założeń dotyczących przyszłości wycenianego podmiotu, które z natury rzeczy dotyczą zdarzeń przyszłych i niepewnych (dotyczących np. zmian w otoczeniu konkurencyjnym spółki wpływających na poziom osiąganych marż, przeobrażeń technologicznych rynku, na którym funkcjonuje wyceniany podmiot, np. transformacji energetycznej, które wpływają na rentowności biznesu spółki, czy wreszcie ogólnego poziomu koniunktury gospodarczej czy poziomu kosztów prowadzonej działalności). Rozbieżności dotyczące oceny przyszłości danej spółki, w tym jej perspektyw rozwoju, powodują daleko idące różnice w zakresie szacowanej wartości godziwej. Z uwagi na te rozbieżności spory sądowe dotyczące wyceny wartości godziwej spółek (gdzie mogą być prezentowane istotnie odmienne oceny biegłych) potrafią trwać bardzo długo, a ich efekt nadal pozostawiać może niezadawalający w świetle zasad słuszności i sprawiedliwości. W efekcie często podmiotami korzystającymi na długotrwałych sporach sądowych dotyczących wartości godziwej są raczej rzeczoznawcy oraz prawnicy aniżeli strony procesu. W tym kontekście przyjęcie na potrzeby wezwania delistingującego pewnej średniej ceny rynkowej akcji z dłuższego okresu wydaje się być przemyślanym rozwiązaniem prawodawcy, gdyż bierze pod uwagę rynkową wycenę tych akcji, tj. kreowaną przez inwestorów kupujących i sprzedających przedmiotowe akcje, a nie wartość ustalaną przez biegłych „zatrudnionych” na potrzeby procesu i dokonujących wyceny na podstawie mniej lub bardziej arbitralnych założeń dotyczących przyszłości.

3. Wykładnia językowa i systemowa

Treść przepisów określających standard wyznaczania ceny w wezwaniu delistingującym jest jednoznaczna. Co do zasady warunki formalne wezwania delistingującego są spełnione wtedy, gdy cena zaoferowana akcjonariuszom jest równa cenie minimalnej wyznaczonej wyłącznie na podstawie kryteriów rynkowych (tj. bez uwzględnienia wartości godziwej rozumianej jako wartość wewnętrzna akcji)¹⁰.

W normalnym stanie faktycznym¹¹ normatywny mechanizm wyznaczania minimalnej ceny w wezwaniu został osadzony na parametrach rynkowych. Przy czym nie sprowadza się on jednak do ustalenia bieżącej ceny rynkowej, lecz z uwagi na możliwie niekorzystną krótkoterminową zmienność kursu giełdowego uwzględnia średnie ceny akcji z okresu poprzedzającego wezwanie delistingujące. Rozwiązanie to zapewnia więc akcjonariuszom mniejszościowym możliwość sprzedaży posiadanych

akcji po cenie, która może odbiegać od aktualnej (bieżącej na dzień ogłoszenia wezwania delistingującego) ceny rynkowej.

Potwierdzają to także art. 79 ust. 1 pkt 2, ust. 3a oraz art. 91 ust. 7 u.o.p., które jako jedyne wskazują przypadki, w których cena w wezwaniu nie może być niższa od ich wartości godziwej.

Pierwszy wyjątek wyznacza art. 79 ust. 1 pkt 2 u.o.p.¹², zgodnie z którym w przypadku, gdy nie jest możliwe ustalenie ceny wedle przedstawionych wyżej kryteriów rynkowych, albo w przypadku spółki, w stosunku do której zostało otwarte postępowanie restrukturyzacyjne lub ogłoszono upadłość, cena proponowana w wezwaniu nie może być niższa od ich wartości godziwej.

W dniu 30.05.2022 r. weszły w życie art. 79 ust. 3a oraz ust. 3b u.o.p. (dodane ustawą z 7.04.2022 r.¹³). Artykuł 79 ust. 3a u.o.p. stanowi, że w przypadku gdy w okresie, o którym mowa w art. 79 ust. 1 pkt 1 lit. a tiret pierwsze u.o.p., obrót akcjami spółki publicznej był dokonywany na mniej niż jednej trzeciej sesji i na co najmniej jednej trzeciej z tych sesji występowała co najmniej 5% różnica cen tych akcji na zamknięciu notowań w stosunku do ceny zamknięcia na poprzedniej sesji w tym okresie, cena minimalna nie może być niższa od ich wartości godziwej. Jeżeli wolumen obrotu akcjami spółki publicznej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu publikowany przez spółkę prowadzącą rynek regulowany lub organizującą alternatywny system obrotu, w okresie 6 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1 u.o.p., stanowił mniej niż 1% wszystkich akcji spółki publicznej dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu, cena minimalna nie może być niższa od ich wartości godziwej.

W przypadkach, o których mowa w art. 79 ust. 1 pkt 2 oraz ust. 3a u.o.p., wartość godziwą akcji wyznacza wybrana przez wzywającego firma audytorska, a przepisy art. 79a ust. 3 i 4 u.o.p. stosuje się odpowiednio (art. 79 ust. 3b u.o.p.).

Zakres uchwalonych zmian (w tym brak gruntownego przemodelowania art. 79 ust. 1 u.o.p.) potwierdza, że prawodawca nie widział i nadal nie widzi potrzeby, aby w normalnych warunkach rynkowych ingerować w przyjęty standard wyznaczania ceny w wezwaniu delistingującym na podstawie historycznych notowań emitenta.

W tym kontekście przez pojęcie normalnych warunków rynkowych należy rozumieć wszelkie warunki obrotu giełdowego, które nie spełniają kryteriów określonych we wskazanych wyżej przepisach szczególnych¹⁴. Analizowane przepisy szczególne dotyczą sytuacji, w której zorganizowany rynek akcji będących przedmiotem wezwania nie funkcjonuje w ogóle lub jego płynność i efektywność

¹⁰ W przypadkach innych niż te, do których znajdują zastosowanie wyjątki przewidziane w art. 79 ust. 1 pkt 2, ust. 3a oraz art. 91 ust. 7 u.o.p.

¹¹ Poza przypadkami, do których znajdują zastosowanie wyjątki przewidziane w art. 79 ust. 1 pkt 2, ust. 3a oraz art. 91 ust. 7 u.o.p.

¹² W przypadku akcji wprowadzonych wyłącznie do ASO taką samą regułą przewiduje art. 91 ust. 7 u.o.p.

¹³ Ustawa z 7.04.2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 872 ze zm.).

¹⁴ Sytuacje, w których znajdują zastosowanie wyjątki od tej reguły, wynikają wprost z art. 79 ust. 1 pkt 2 i ust. 3a, art. 79 ust. 4-4f u.o.p. oraz art. 91 ust. 7 u.o.p.