



WYROK
W IMIENIU RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

3 marca 2026 r.

Sąd Najwyższy w Izbie Cywilnej w składzie:

SSN Dariusz Zawistowski (przewodniczący)

SSN Władysław Pawlak (sprawozdawca)

SSN Agnieszka Piotrowska

Protokolant Anna Matczak

po rozpoznaniu na rozprawie 3 marca 2026 r. w Warszawie
skargi kasacyjnej P. B., M. P. i P. S.
od wyroku Sądu Apelacyjnego w Warszawie
z 29 września 2022 r., VII AGa 935/21,
w sprawie z powództwa P. B., M. P. i P. S.
przeciwko M. G. i F. Limited w N.
o zapłatę,

1. oddala skargę kasacyjną;

**2. ustala, że powodowie ponoszą koszty postępowania
kasacyjnego, każdy z nich stosownie do wartości przedmiotu
zaskarżenia kasacyjnego i pozostawia ich szczegółowe wyliczenie
referendarzowi sądowemu.**

Władysław Pawlak

Dariusz Zawistowski

Agnieszka Piotrowska

[PG]

UZASADNIENIE

Wyrokiem z 29 września 2022 r. Sąd Apelacyjny w Warszawie oddalił apelację powodów P. B., M. P. i P. S. od wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie z 26 kwietnia 2021 r. oddalającego powództwo skierowane przeciwko M. G. i F. Limited w N. o solidarną zapłatę na rzecz powoda P. B. kwoty 229 396 zł, na rzecz powoda M. P. kwoty 173 640 zł i na rzecz powoda P. S. kwoty 147 572 zł z ustawowymi odsetkami za opóźnienie, dochodzone tytułem odszkodowania za szkodę, którą - ich zdaniem - ponieśli w związku z przymusowym wykupem ich akcji w spółce E. po zaniżonej cenie. Jako podstawę prawną dochodzonych roszczeń wskazali art. 471 k.c. i art. 415 k.c.

Według ustaleń faktycznych Sądu pierwszej instancji E. S.A. w W. jest jednostką dominującą w Grupie Kapitałowej E. i prowadzi działalność gospodarczą, której przedmiotem jest produkcja wyrobów z tworzyw sztucznych. Zgodnie ze stanem na 30 września 2019 r. w spółce E. S.A. pozwanej spółce F. Ltd przysługiwało 40,24% akcji (15 207 718), pozwanemu M. G. 6,61% (2 498 440), OFE [...] 20,06% (7 579 298), OFE [...] 10,42% (3 936 679), a pozostałym akcjonariuszom 22,67% (8 567 806). 1 października 2019 r. zostało opublikowane wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji E. S.A. ogłoszone przez F. Ltd i M. G., działających łącznie na podstawie pisemnego porozumienia z 1 października 2019 r., dotyczącego wspólnego nabywania akcji w związku z planowanym nabyciem akcji spółki E. przez pozwaną spółkę. Pozwani posiadali łącznie 17 706 158 akcji, co stanowiło 46,85 % ogólnej liczny głosów na walnym zgromadzeniu spółki oraz 46,85% akcji w kapitale zakładowym spółki.

Przedmiotem wezwania było 20 083 783 akcji zwykłych na okaziciela, zdematerializowanych, o wartości nominalnej 0,60 zł każda, które stanowiły 53,15% ogólnej liczny głosów na walnym zgromadzeniu spółki oraz 53,15% akcji w kapitale zakładowym spółki. Akcje były dopuszczone i wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (dalej: „GPW”). Po przeprowadzeniu wezwania pozwana spółka zamierzała osiągnąć

35 291 501 głosów na walnym zgromadzeniu spółki, co stanowiło 93,39% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki oraz 93,39% akcji w kapitale zakładowym spółki, a w konsekwencji pozwani jako strony porozumienia z 1 października zamierzali osiągnąć łącznie 37 789 941 głosów na walnym zgromadzeniu spółki, którym odpowiadało 100% głosów na walnym zgromadzeniu spółki oraz 100% akcji w kapitale zakładowym spółki. Akcje objęte wezwaniem miały zostać nabyte po 3 zł za akcję. Wezwanie zostało ogłoszone pod warunkiem podjęcia do 19 listopada 2019 r. przez walne zgromadzenie spółki E. na podstawie art. 91 ust. 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: „u.o.p.” lub „ustawa o ofercie publicznej”), uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji

W wezwaniu wskazano, że była to cena nie niższa niż minimalna ustalona zgodnie z art. 79 u.o.p., a w szczególności nie była niższa niż średnia arytmetyczna ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu akcjami spółki na GPW w okresie 6 miesięcy bezpośrednio poprzedzających ogłoszenie wezwania (tj. 2,80 zł) oraz nie była niższa niż średnia arytmetyczna ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu akcjami spółki na GPW w okresie 3 miesięcy bezpośrednio poprzedzających ogłoszenie wezwania (tj. 2,60 zł). Ponadto w wezwaniu wskazano, że M. G. wskutek transakcji przeprowadzonych 18 lutego 2019 r. nabył łącznie 300 000 akcji spółki E., a najwyższa cena wyniosła 2,50 zł za akcję, zaś wskutek transakcji z 20 maja 2019 r. nabył 863 524 akcje, przy najwyższej cenie 3 zł za akcję.

Pozwana spółka, podmioty zależne od niej, podmioty dominujące wobec niej oraz podmioty zależne od pozwanego M. G. w okresie 12 miesięcy bezpośrednio poprzedzających ogłoszenie wezwania nie nabywały akcji spółki E. bezpośrednio lub pośrednio. Pozwany M. G. oświadczył, że nie posiada podmiotów dominujących.

W stanowisku zarządu spółki E. z 17 października 2019 r. wskazano, że zaproponowana w wezwaniu cena akcji odzwierciedla wartość godziwą spółki. Stwierdzono, że zarząd spółki nie zasięgał opinii biegłego odnośnie do ceny akcji, ale opierał się w tym przedmiocie na notowaniach giełdowych akcji spółki z okresu 3

i 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, na dostępnych publicznie informacjach o aktualnych wycenach spółek z branży oraz na będących w posiadaniu zarządu spółki dokumentach finansowych, w tym raportach opublikowanych przez spółkę do daty zajęcia stanowiska z 17 października 2019 r.

Dnia 13 listopada 2019 r. został ogłoszony komunikat o zmianie tekstu wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji E. S.A., informujący o zmianie ceny, po której będą nabywane akcje z 3 zł na 3,88 zł za akcję.

W wyniku wezwania pozwana spółka nabyła 17 254 934 akcje spółki E., w tym wszystkie akcje OFE [...] oraz OFE [...] i pozwani dysponowali 92,51% akcji. Uchwałą nr 4 nadzwyczajnego walnego zgromadzenia E. S.A. z 19 listopada 2019 r. zniesiono dematerializację wszystkich akcji spółki, tj. łącznie 37 789 941 akcji zwykłych na okaziciela poprzez przywrócenie im formy dokumentu oraz wycofano akcje z obrotu na rynku regulowanym. Uchwała została przyjęta przy 25 732 711 oddanych głosów, z czego 25 712 680 głosów za i 20 031 przeciw; trzech akcjonariuszy zgłosiło sprzeciwy do uchwały.

Dnia 13 grudnia 2019 r. została opublikowana informacja o zamiarze pozwanej spółki nabycia akcji spółki E. w drodze przymusowego wykupu skierowana do akcjonariuszy mniejszościowych posiadających 2 828 849 akcji, stanowiących 7,49% kapitału zakładowego. Jako cenę wykupu wskazano 3,88 zł za akcję. Cena ta (3,88 zł za akcję) była wyższa o 29,33% od ceny minimalnej oraz wyższa o 38,57% od średniej ceny akcji spółki E. na GPW w okresie 6 miesięcy przed wezwaniem do dobrowolnego wykupu i wyższa o 49,23% od średniej ceny tych akcji na GPW w okresie 3 miesięcy przed wezwaniem.

W wyniku przymusowego wykupu pozwana spółka nabyła 2 828 849 akcji, a jej udział wzrósł z 85,9% do 93,39% ogólnej liczby głosów i pozwani posiadali 100% akcji w kapitale zakładowym spółki E. oraz 100% głosów na walnym zgromadzeniu.

Z tytułu przymusowego wykupu po 3,88 zł za akcję powód P. B. otrzymał kwotę 190 589,48 zł za 49 121 akcji, a powód M. P. 135 800 zł za 35 000 akcji, zaś poprzednicy prawni powoda P. S. łącznie 131 074,16 zł za 33 782 akcje.

Komunikatem z 25 marca 2020 r. spółka E. poinformowała o postanowieniu Komisji Nadzoru Finansowego z 24 marca 2020 r. o zawieszeniu postępowania

administracyjnego w sprawie udzielenia zezwolenia na wycofanie akcji spółki E. z obrotu na rynku regulowanym do czasu uprzedniego rozstrzygnięcia zagadnienia wstępnego przez inny organ lub sąd. Uchwałą nr 4 nadzwyczajnego walnego zgromadzenia E. S.A. z 5 maja 2020 r. uchylono uchwałę nr 4 nadzwyczajnego walnego zgromadzenia E. S.A. w sprawie zniesienia dematerializacji wszystkich akcji spółki oraz wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym, a uchwałą nr 5 nadzwyczajnego walnego zgromadzenia E. S.A. z 5 maja 2020 r. wycofano wszystkie akcje spółki z obrotu na rynku regulowanym.

Średnia „ premia za kontrolę”, tj. różnica między ceną przy przymusowym wykupie w porównaniu do kursu akcji wyniosła w Polsce ok. 13,4%, natomiast w porównaniu do ceny minimalnej wyniosła w latach 2010-2017 11,8%. W przypadku wycofania spółki z rynku regulowanego premia ta wyniosła 14,1% w odniesieniu do średniej ważonej wartością minimalną, a 28,8% w porównaniu do średniej arytmetycznej ceny akcji. Z kolei wskaźnik ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na jedną akcję (C/KW lub P/BV) spółek działających w Polsce na rynku tworzyw sztucznych waha się między 0,35 i 1,07, a średnia wartość wskaźnika C/KW dla sektora gumy i tworzyw sztucznych na podstawie danych z GPW wyniosła 0,54. W przypadku spółki E. w okresie od 2016 r. do 2020 r. wskaźnik C/KW wyniósł 0,5. Na 1 października 2019 r. średni wskaźnik C/KW dla sektora tworzyw sztucznych spółek notowanych na GPW wyniósł 0,63%, przy czym dla spółki E. wskaźnik C/KW liczony po 3 zł za akcję wyniósł 0,53, natomiast 0,68 przy cenie 3,88 zł za akcję. Na dzień 12 grudnia 2019 r. cena akcji E. wyniosła 3,86 zł.

Sąd pierwszej instancji wskazał, że w stanie faktycznym sprawy, mając na względzie datę wezwania do dobrowolnego wykupu akcji E. S.A., datę uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji, datę przymusowego wykupu, w kontekście art. 33 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej, która weszła w życie 30 listopada 2019 r., znajdują zastosowanie przepisy ustawy o ofercie publicznej w brzmieniu obowiązującym przed wejściem w życie tej noweli (jedn. tekst: Dz. U. z 2019 r., poz. 2217). Sąd Okręgowy zwrócił też uwagę, że w odniesieniu do przymusowego wykupu akcji spółki publicznej nie mają zastosowania przepisy kodeksu spółek handlowych, co wynika wprost z art. 418 § 4 k.s.h. Po przytoczeniu stosownych przepisów ustawy o ofercie publicznej,

a w szczególności art. 79 ust. 1-3, art. 80 ust. 2, art. 82, a także przepisów dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (dalej: „dyrektywa 2004/25/WE”) Sąd pierwszej instancji uznał, że cena, po której dokonano przymusowego wykupu akcji powodów (tj. 3,88 zł za akcję) była ceną godziwą i adekwatną do wartości spółki E., mimo że cena ta nie odpowiadała wartości księgowej przypadającej na jedną akcję, ani wartości kapitału własnego obliczonego metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych przypadających na jedną akcję. Cena 3,88 zł za akcję była ponadprzeciętnie wyższa od ceny minimalnej w porównaniu z transakcjami „squeeze-out” dokonywanymi w Polsce w latach 2010-2017. Sąd Okręgowy nie podzielił stanowiska powodów, że spełnienie wymogów z art. 79 u.o.p. jest niewystarczające do wykazania adekwatności ceny wykupu akcji.

W ocenie Sądu *a quo* przymusowy wykup akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej stanowi jednostronną czynność prawną, a nie szczególny rodzaj umowy łączącej wzywającego do wykupu z akcjonariuszami mniejszościowymi. Dlatego też nie mógł mieć zastosowania reżim odpowiedzialności kontraktowej (art. 471 k.c.) bowiem ustawa o ofercie publicznej nie kreuje stosunku zobowiązaniowego w przypadku instytucji przymusowego wykupu akcji. Z kolei jeśli chodzi o podstawę prawną z art. 415 k.c., to zdaniem Sądu pierwszej instancji nie została wykazana przez powodów przesłanka bezprawności zachowania pozwanych. Powodowie nawet nie podnosili, aby kurs akcji spółki E. został „sztucznie zaniżony”, ani też nie wskazywali na jakiegokolwiek nieprawidłowości w działaniu spółki, które mogłyby świadczyć o działaniu mającym na celu wpłynięcie na kurs akcji, a poza tym nie ma dowodów na okoliczność niegospodarności ze strony zarządu spółki E., czy też innych niż zwykle prawa rynku okoliczności, które miałyby zaniżyć kurs akcji spółki.

Sąd Apelacyjny przyjął za własne ustalenia faktyczne Sądu Okręgowego, a także uznał, że Sąd pierwszej instancji dokonał prawidłowej subsumpcji prawa materialnego. Sąd drugiej instancji podkreślił, że określone w ustawie o ofercie publicznej zasady ustalania ceny na potrzeby wezwania do dobrowolnego wykupu akcji, a następnie przymusowego wykupu akcji spółek publicznych stanowią implementację do polskiego porządku prawnego dyrektywy 2004/25/WE, ale wbrew stanowisku powodów unormowania zawarte w ustawie o ofercie publicznej

w zakresie sposobu określenia ceny wykupu i zapewnienia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych i ceny godziwej są zgodne z tą dyrektywą. Powołując się na poglądy piśmiennictwa Sąd *ad quem* wyjaśnił, że podstawową rolą oferty obowiązkowej jest umożliwienie akcjonariuszom mniejszościowymi „wyjścia” ze spółki po cenie, po jakiej nowy akcjonariusz nabywał nad spółką kontrolę i wynika to z przeświadczenia, że kontrola nad spółką publiczną stanowi pewną wartość majątkową, odrębną od wartości akcji rozumianej jako udział w kapitale zakładowym. Cena, jaką płaci podmiot przejmujący kontrolę za nabywane akcje jest sumą aktualnej wartości akcji rozumianych jako ułamek kapitału zakładowego oraz wartości premii akwizycyjnej. W chwili przejęcia kontroli nad spółką realna wartość pozostałych akcji spada, ponieważ dochodzi wówczas do skonsumowania premii za kontrolę. Podstawowym sposobem ustalenia ceny godziwej jest odwołanie się do ceny rynkowej z uwzględnieniem odpowiednio długiego czasu, w którym następował obrót tymi papierami wartościowymi, aby cena była wolna od manipulacji i utraty wartości na skutek przejęcia kontroli. Mechanizmy odwołujące się do innych sposobów ustalania ceny mają zastosowanie jedynie w przypadku akcji notowanych na rynku o małej płynności lub spółek w upadłości albo w postępowaniu restrukturyzacyjnym. Sąd drugiej instancji powołał się też na art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (jedn. tekst: Dz. U. z 2023 r., poz. 120; 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, a z kolei wartość godziwa instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca.

W skardze kasacyjnej powodowie zaskarżając wyrok Sądu drugiej instancji w całości wnieśli o jego uchylenie w całości oraz poprzedzającego go wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie z 26 kwietnia 2021 r. w całości i przekazanie sprawy Sądowi pierwszej instancji do ponownego rozpoznania. Zarzucili: I. naruszenie prawa materialnego, tj.: 1) art. 28 ust. 6 u.r. przez jego zastosowanie oraz art. 347 k.s.h., art. 474 k.s.h. w zw. z art. 80 ust. 2 i 3 u.o.p. w zw. z § 15 rozporządzenia

Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, przez ich niezastosowanie, co doprowadziło Sąd odwoławczy do błędnego zrozumienia pojęcia wartości godziwej akcji, a w konsekwencji do wadliwego przyjęcia, że powodowie nie doznali szkody (uszczerbku w majątku) wskutek nabycia należących do nich akcji spółki publicznej E. S.A. w drodze przymusowego wykupu przeprowadzonego przez pozwanych w trybie art. 82 u.o.p., podczas gdy zostali oni zmuszeni do wyzbycia się posiadania papierów wartościowych po cenie niegodziwej; 2) art. 354 k.c. i art. 355 k.c. w zw. z art. 3 k.s.h. w zw. z art. 471 k.c., a także art. 5 k.c., poprzez uznanie, że nabycie akcji powodów będących akcjonariuszami mniejszościowymi spółki publicznej E. S.A. przez pozwanych - akcjonariuszy reprezentujących ponad 95% ogółu głosów w kapitale zakładowym spółki publicznej E. S.A. - za cenę poniżej wartości godziwej akcji nie jest naruszeniem obowiązku lojalności w stosunkach korporacyjnych i nie jest nadużyciem prawa podmiotowego; 3) art. 79 ust. 1-3 u.o.p. i art. 82 ust. 2a u.o.p. przez ich błędną wykładnię systemową oraz językową i przyjęcie, że przepisy te regulują cenę przymusowego wykupu akcji spółki publicznej w sposób całkowity i zupełny, tj. nie rodzący po stronie akcjonariuszy przeprowadzających wykup przymusowy obowiązku zaoferowania akcjonariuszom wykupowanym zapłaty ceny na poziomie co najmniej ich wartości godziwej i w związku z tym brak uwzględnienia *per analogiam*: art. 312 § 8 k.s.h. w zw. z art. 417 § 1 k.s.h. w zw. z art. 418 § 3 zd. 1 k.s.h.; art. 128 ust. 1 w zw. z art. 130 ust. 2 ustawy o gospodarce nieruchomościami; art. 64 ust. 2 i 3 w zw. z art. 21 ust. 2 Konstytucji, co doprowadziło Sąd drugiej instancji do przyjęcia, że brak jest przepisów zobowiązujących podmioty dokonujące przymusowego wykupu akcji do zapłaty za wywłaszczone akcje ceny godziwej, stanowiącej ekwiwalent wartości wszystkich praw związanych z tymi akcjami, a poszkodowanym akcjonariuszom nie przysługuje roszczenie o zapłatę różnicy pomiędzy uzyskaną ceną, a wartością godziwą wywłaszczonych akcji; ewentualnie 4) art. 405 k.c. przez jego niezastosowanie, co doprowadziło do sytuacji, w której nabywca akcji spółki publicznej w trybie ich wykupu przymusowego prowadzonego na podstawie art. 82 u.o.p., płaci za nie cenę poniżej ich wartości godziwej, nie uległ bezpodstawnemu wzbogaceniu kosztem akcjonariuszy przymuszonych do zbycia; II.

naruszenie prawa procesowego, tj. art. 227 k.p.c. w zw. z art. 248 § 1 k.p.c., art. 249 k.p.c. oraz art. 278 § 1 k.p.c. przez brak uwzględnienia przez sąd pierwszej instancji wniosków dowodowych powodów zmierzających do ustalenia istnienia i rozmiaru szkody, co jest okolicznością mającą dla sprawy istotne znaczenie, a co doprowadziło do braku rozpoznania istoty sprawy w zakresie doznanego przez powodów uszczerbku w majątku.

Sąd Najwyższy zważył, co następuje:

W związku z tym, że w sprawie ma zastosowanie ustawa o ofercie publicznej, która stanowi implementację do krajowego porządku prawnego dyrektywy 2004/25/WE w pierwszej kolejności należy dokonać analizy jej przepisów dotyczących ochrony akcjonariuszy mniejszościowych i uczciwej ceny oraz przymusowego wykupu akcji. Chodzi rzecz jasna o minimalne wymagania stawiane przez dyrektywę, ponieważ stosownie do art. 3 ust. 2 lit b) dyrektywy państwa członkowskie mogą w stosunku do ofert przejęcia ustanowić dodatkowe warunki i przepisy surowsze niż te, zawarte w tej dyrektywie. Dyrektywa ta ustala środki koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych, kodeksów praktyk i innych przepisów państw członkowskich, łącznie z przepisami ustanowionymi przez organizacje oficjalnie upoważnione do regulowania rynków, odnoszące się do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych spółek podlegających prawom państw członkowskich w sytuacji, gdy wszystkie lub niektóre z tych papierów wartościowych są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w rozumieniu dyrektywy 93/22/EWG (z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych zmienionej dyrektywą 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady) w jednym lub więcej państw członkowskich (art. 1 ust. 1 dyrektywy).

W motywie 9 do dyrektywy 2004/25/WE wskazano, że państwa członkowskie powinny podjąć niezbędne kroki dla ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad ich spółkami, poprzez zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery wartościowe po godziwej cenie, zgodnie ze wspólną definicją. Ponadto

jak wynika z motywu 17 do dyrektywy od zarządu spółki będącej przedmiotem oferty powinno się wymagać opublikowania dokumentu przedstawiającego opinię o ofercie i podstawy takiej opinii, łącznie z jego opinią na temat skutków, jakie przyjęcie oferty będzie miało dla całości interesów spółki, a w szczególności w kwestii zatrudnienia.

Stosownie do art. 3 ust. 1 dyrektywy 2004/25/WE do celów dyrektywy państwa członkowskie zapewniają, że spełnione są następujące zasady: wszyscy posiadacze tego samego rodzaju papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą być traktowani jednakowo, a co więcej jeżeli osoba przejmie kontrolę nad spółką, inni posiadacze papierów wartościowych muszą być chronieni; posiadacze papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty muszą mieć wystarczający czas i informacje, które pozwolą im na podjęcie uzasadnionej okolicznościami decyzji w sprawie oferty, a jeżeli zarząd spółki będącej przedmiotem oferty doradza posiadaczom papierów wartościowych, musi im przedstawić swoją opinię o skutkach, jakie dojście oferty przejęcia do skutku będzie miało na zatrudnienie, warunki zatrudnienia i rozmieszczenie miejsc działalności spółki; zarząd takiej spółki musi działać w jej interesie jako całości i nie może pozbawić posiadaczy papierów wartościowych możliwości dokonania oceny oferty; nie mogą być tworzone fałszywe rynki papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty oferenta ani żadnej innej spółki, której oferta dotyczy, w taki sposób, że wzrost lub spadek ceny papierów wartościowych staje się sztuczny i przez to normalne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych ulega zniekształceniu; oferent musi ogłosić ofertę dopiero po upewnieniu się, że może w całości wypełnić wszelkie świadczenia pieniężne, jeżeli taka forma jest oferowana, i po podjęciu wszelkich właściwych środków w celu zabezpieczenia wypełnienia świadczenia w inny sposób; prowadzenie spraw przez spółkę będącej przedmiotem oferty nie powinno być zakłócone dłużej, niż jest to uzasadnione ofertą na jej papiery wartościowe.

Zgodnie z art. 5 ust. 1 tej dyrektywy w sytuacji, gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki w rozumieniu jej art. 1 ust. 1, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu, dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, dający jej kontrolę

nad tą spółką, państwa członkowskie zapewniają, że od takiej osoby wymaga się złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej cenie, o której mowa w art. 5 ust. 4 (akapit pierwszy) tej dyrektywy, tj. najwyższej cenie zapłaconej 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 dwanaście miesięcy przed rozpoczęciem oferty wykupu, przy czym jeżeli po podaniu oferty do publicznej wiadomości i przed zamknięciem oferty oferent lub jakakolwiek osoba działająca z nim w porozumieniu zakupuje papiery wartościowe po cenie wyższej niż cena ofertowa, oferent zwiększa cenę w swojej ofercie tak, aby nie była ona niższa niż najwyższa cena zapłacona za tak nabyte papiery wartościowe.

Pod warunkiem, że są przestrzegane zasady ogólne ustanowione w art. 3 ust. 1 dyrektywy 2004/25/WE, państwa członkowskie mogą upoważnić swoje organy nadzoru do dostosowania ceny wykupu, 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 ceny rynkowe ogólne 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 ustalić 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 (art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/24/WE).

Jak stanowi art. 5 ust. 3 dyrektywy 2004/25/WE udział w ogólnej liczbie głosów, jaki daje kontrolę dla celów, o których mowa w art. 5 ust. 1 dyrektywy, i sposób jego obliczenia zostaną ustalone przez przepisy państwa członkowskiego, w którym spółka na swoją siedzibę statutową.

Według art. 7 ust. 1 dyrektywy 2004/25/WE państwa członkowskie określają, że termin odpowiadania na ofertę nie będzie mógł być krótszy niż dwa tygodnie ani dłuższy niż 10 tygodni od daty opublikowania dokumentu oferty.

W art. 15 dyrektywy 2004/25/WE nałożono na państwa członkowskie obowiązek zapewnienia, aby w następstwie oferty złożonej wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki będącej przedmiotem oferty i obejmującej wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe, oferent mógł żądać sprzedania mu pozostałych papierów wartościowych od wszystkich ich posiadaczy po uczciwej cenie, w sytuacji gdy oferent posiada papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90% kapitału dającego prawo głosu i 90% ogólnej liczby głosów w spółce będącej przedmiotem oferty (przy czym państwa członkowskie mogą ustanowić wyższy próg, który nie może jednak być wyższy niż 95% kapitału akcyjnego dającego prawo głosu i 95% liczby głosów), albo gdy oferent, po zaakceptowaniu oferty, nabył lub ostatecznie zobowiązał się do nabycia papierów wartościowych reprezentujących nie mniej niż 90% kapitału dającego prawo głosu w spółce będącej przedmiotem oferty i 90% liczby głosów, które były przedmiotem oferty (ust. 1 i ust. 2), z tym że jeżeli oferent chce wykonać prawo do przymusowej sprzedaży, zobowiązany jest dokonać tego w terminie trzech miesięcy od upływu terminu odpowiadania na ofertę określonego w art. 7 dyrektywy (ust. 4). Na podstawie art. 15 ust. 5 dyrektywy państwa członkowskie zobowiązane zostały też do zagwarantowania godziwej ceny przymusowej sprzedaży, przy czym w następstwie obowiązkowej oferty wykupu świadczenie zaproponowane w ofercie jest uważane za godziwe, natomiast w następstwie dobrowolnej oferty, w obu przypadkach określonych w art. 5 ust. 2 lit. a) i b), proponowane w ofercie świadczenie jest uważane za uczciwe, jeżeli w wyniku oferty oferent nabył papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90% kapitału akcyjnego dającego prawo głosu, który był przedmiotem oferty.

Nadmienić należy, że w dniu 21 maja 2013 r. Parlament Europejski wydał rezolucję w sprawie stosowania dyrektywy 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia (2012/2262(INI)), wskazując, że funkcjonuje ona należycie i poprawiła funkcjonowanie rynku przejęć kontroli nad przedsiębiorstwami, zaś skutki dyrektywy nie ograniczając się do podstawowych przepisów regulujących oferty przejęcia, lecz należy je oceniać w szerszym kontekście prawa spółek, w tym ładu korporacyjnego,

prawa o rynku kapitałowym, a także prawa pracy. Dyrektywa ma na celu zagwarantowanie równej konkurencji w ofertach przejęcia przy ochronie interesów udziałowców, pracowników i innych zainteresowanych podmiotów, co ma zasadnicze znaczenie dla sprawnego funkcjonowania rynku przejęć kontroli nad przedsiębiorstwami. Podkreślono, że koncepcja „zgodnego działania” ma zasadnicze znaczenie, w przypadku gdy oblicza się próg, który rodzi obowiązek przedstawienia oferty, przy czym państwa członkowskie w odmienny sposób transponowały definicję zawartą w dyrektywie. Z kolei przepis dotyczący obowiązkowej oferty przejęcia jest zasadniczym przepisem regulującym ochronę udziałowców mniejszościowych i wszystkie państwa członkowskie zezwalają na odstępstwo od tego przepisu w celu ochrony interesu kontroli udziałowców (np. brak rzeczywistej zmiany kontroli), wierzycieli (np. w sytuacji gdy wierzyciele udzielili pożyczek) i innych zainteresowanych podmiotów (np. dla zrównoważenia praw udziałowców i innych zainteresowanych podmiotów). Podkreślono również, że przepis dotyczący obowiązkowej oferty przejęcia umożliwia udziałowcom mniejszościowym w razie zmiany kontroli otrzymanie premii wypłaconej za pakiet kontrolny. Dyrektywa reguluje tylko cenę obowiązkowej oferty (czyli cenę godziwą), lecz nie oferty dobrowolnej. Dyrektywa znosi obowiązek złożenia obowiązkowej oferty przejęcia, w razie gdy po początkowej dobrowolnej ofercie osiągnięto próg kontrolny w taki sposób, że oferent może następnie zwiększyć swój udział w przejmowanej spółce przez zwykłe nabycie udziałów. W rezolucji wskazano, że w takich przypadkach niektóre państwa członkowskie wprowadziły obowiązek złożenia drugiej obowiązkowej oferty przejęcia, zgodnie z którym konieczna jest druga oferta, jeżeli w określonym okresie (np. 12 miesięcy) nastąpi pewien wzrost (np. 3%) między dwoma określonymi progami (np. między 30% i 50%).

Jeżeli chodzi o ustawodawstwo krajowe, to należy mieć na uwadze wersję ustawy o publicznej ofercie, która jest miarodajna w stanie faktycznym sprawy, na co trafnie zwróciły uwagę Sady obu instancji, tj. wersja sprzed wejścia w życie ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej.

Pakiet kontrolny akcji to taka ich liczba, która pozwala ich posiadaczowi na faktyczną kontrolę spółki akcyjnej i zasadniczo wynosi on 50% plus jedna akcja, aczkolwiek w razie istnienia akcji uprzywilejowanych co do prawa głosu lub

szczególnych regulacji statutowych dotyczących wzajemnej siły głosów pakiet 50% plus 1 akcja może nie wystarczyć do tego rodzaju kontroli w spółce akcyjnej, tak samo jak w przypadku akcjonariatu rozproszonego do faktycznej kontroli nad spółką może wystarczyć posiadanie pakietu mniej niż 50%.

Ustawodawca krajowy - w związku regulacją wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji - przewidział zasady przekroczenia dwóch progów ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, tj. 33% (art. 73 u.o.p.) i 66% (art. 74 u.o.p.). Unormowania te odbiegają od aktualnie obowiązujących, w ramach których ustawodawca wyraźnie rozróżnia zasady wezwań do dobrowolnego wykupu - art. 72a u.o.p., od obowiązkowego wezwania w przypadku przekroczenia progu 50% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej - art. 73 u.o.p., przy czym jak wynika z art. 73 ust. 5 u.o.p. obowiązkowa oferta nie ma zastosowania w przypadku przekroczenia tego progu w wyniku wezwania dobrowolnego.

W związku z powyższym, w kontekście regulacji zawartej w art. 5 ust. 3 dyrektywy 2004/25/WE, w art. 74 ust. 1 u.o.p. (aktualnie uchylony) postanowiono, że przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić – z zastrzeżeniem ust. 2 (który nie ma w tej sprawie zastosowania) - wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki. Należy więc przyjąć, że ustawodawca krajowy w stanie prawnym mającym zastosowanie w tej sprawie (działając w ramach upoważnienia określonego w art. 5 ust. 3 dyrektywy 2004/25/WE) przyjął, że pakiet kontrolny, o którym mowa w art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25/WE wynosi 66%.

Przed wezwaniem do wykupu z 1 października 2019 r. pozwani dysponowali łącznie 46,85 % ogólnej liczby głosów w spółce E. Zatem w świetle art. 74 u.o.p. nie dysponowali pakietem kontrolnym i wezwanie do wykupu z 1 października 2019 r. trzeba traktować jako wezwanie do dobrowolnego, a nie obowiązkowego wykupu w rozumieniu art. 5 ust. 1 dyrektywy 2004/25/WE. Odnotowania wymaga, że dyrektywa 2004/25/WE ma zastosowanie nie tylko w przypadku obowiązkowej, ale także i dobrowolnej oferty wykupu bowiem zgodnie z jej art. 2 ust. 1 lit. a) przez „ofertę przejęcia” rozumie się ofertę publiczną (inną niż dokonywana przez samą spółkę będącą przedmiotem oferty) złożoną posiadaczom papierów wartościowych spółki

w celu nabycia wszystkich lub niektórych z papierów wartościowych, czy to z mocy prawa czy dobrowolnie, które następuje po lub ma na celu przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty zgodnie z prawem krajowym. Z kolei w art. 2 ust. 1 lit g) dyrektywa 2004/25/WE definiuje „osoby działające w porozumieniu” jako osoby fizyczne lub prawne współpracujące z oferentem lub spółką będącą przedmiotem oferty na zasadzie porozumienia.

W wyniku realizacji oferty z 1 października 2019 r. pozwana spółka nabyła 45,66% kapitału dającego prawo głosu i 45,66% ogólnej liczby głosów w spółce E., zaś pozwani łącznie posiadali akcje reprezentujące 92,51% kapitału dającego prawo głosu i 92,51% ogólnej liczby głosów w tej spółce.

Według art. 79 ust. 1 u.o.p. cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa m.in. w art. 74 u.o.p.: 1) w przypadku gdy którekolwiek z tych akcji są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od: a) średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu - jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a; 2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt 1) albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe - cena nie może być niższa od ich wartości godziwej; ust. 2. cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa m.in. w art. 74 u.o.p. nie może być również niższa od: 1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące, lub podmioty będące stronami zawartego porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, albo 2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania lub podmioty, o których mowa w pkt 1), wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania; ust. 3. cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa m. in. w art. 74 u.o.p., nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania; ust. 4a. w przypadku, gdy średnia cena rynkowa akcji ustalona zgodnie z ust. 1 pkt.

1 i ust. 3, znacznie odbiega od wartości godziwej tych akcji z powodu: 1) przyznania akcjonariuszom prawa poboru, prawa do dywidendy, prawa do nabycia akcji spółki przejmującej w związku z podziałem spółki publicznej przez wydzielenie lub innych praw majątkowych związanych z posiadaniem akcji spółki publicznej, 2) znacznego pogorszenia sytuacji finansowej lub majątkowej spółki na skutek zdarzeń lub okoliczności, których spółka nie mogła przewidzieć lub im zapobiec, 3) zagrożenia spółki trwałą niewypłacalnością - podmiot ogłaszający wezwanie może zwrócić się do Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: „KNF”) z wnioskiem o udzielenie zgody na zaproponowanie w wezwaniu ceny niespełniającej kryteriów, o których mowa w ust. 1 pkt 1, ust. 2 i 3; ust. 4b. KNF może udzielić zgody o ile proponowana cena nie jest niższa od wartości godziwej tych akcji, a ogłoszenie takiego wezwania nie naruszy uzasadnionego interesu akcjonariuszy.

Zarząd spółki publicznej, której akcje objęte są wezwaniem, o którym mowa m.in. w art. 74 u.o.p., jest obowiązany przekazać KNF oraz do publicznej wiadomości stanowisko dotyczące ogłoszonego wezwania wraz z podaniem podstaw tego stanowiska, które oparte na informacjach podanych przez podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania w treści tego wezwania, zawiera w szczególności m.in. stwierdzenie, czy zdaniem zarządu cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki, przy czym dotychczasowe notowania na rynku regulowanym nie mogą być jedynym miernikiem tej wartości (art. 80 ust. 1 i 2 u.o.p.).

Zgodnie z art. 82 u.o.p. akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (ust. 1). Cenę przymusowego wykupu ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1-3 u.o.p. (ust. 2), przy czym jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu (ust. 2a). Nabycie akcji w wyniku

przymusowego wykupu następuje bez zgody akcjonariusza, do którego skierowane jest żądanie wykupu (ust. 4).

W związku z tym, że w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki E. pozwany M. G. nabywał akcje tej spółki i najwyższa cena za jedną akcję wyniosła 3 zł (art. 79 ust. 2 pkt 1 u.o.p.), która była wyższa zarówno od średniej ceny rynkowej tych akcji z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie tego wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym - 2,80 zł (art. 79 ust. 1 pkt 1), jak i od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym, poprzedzających ogłoszenie tego wezwania - 2,60 zł (art. 79 ust. 3 u.o.p.), minimalna cena proponowana przez pozwanych w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż tych akcji, nie mogła być niższa niż 3 zł za akcję. Należy zauważyć, że tak określona cena w świetle art. 5 ust. 4 dyrektywy 2004/25/WE jest ceną godziwą, tym bardziej, że z wiążącej w postępowaniu kasacyjnym podstawy faktycznej rozstrzygnięcia Sądu odwoławczego, nie wynika, iż po podaniu oferty do wiadomości publicznej i przed zamknięciem oferty pozwani kupowali akcje spółki E. po cenie wyższej niż 3 zł za akcję. W sprawie nie miał zastosowania art. 79 ust. 1 pkt 2 u.o.p., gdyż po pierwsze, możliwe było ustalenie ceny zgodnie z art. 79 ust. 1 pkt 1 lit a) u.o.p., a po drugie, w stosunku do spółki E. nie zostało otwarte postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe. Nie mógł mieć też zastosowania art. 79 ust. 4a i n. u.o.p., gdyż w stosunku do spółki E. nie zaistniały zdarzenia wymienione w art. 79 ust. 4a pkt 1-3 u.o.p. Wymaga podkreślenia, że określenie ceny wykupu jako odpowiadającej wartości godziwej akcji, z pominięciem zasad przewidzianych w art. 79 ust. 1 pkt 1), ust. 2 i 3 u.o.p., dopuszczalne jest w przypadkach określonych w art. 79 ust. 1 pkt 2) i ust. 4a pkt 1-3 u.o.p. (por. art. 5 ust. 4 ustęp drugi dyrektywy 2004/25/WE). Wreszcie - jak trafnie zwróciły na to uwagę Sądy *meriti* - nie zostało wykazane przez powodów, że w odniesieniu do spółki E. rynek papierów wartościowych działał w taki sposób, że ceny akcji były sztucznie zaniżane i przez to normalne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych uległo zniekształceniu (zob. też art. 3 ust. 1 lit d. dyrektywy 2004/25/WE).

Brak było podstaw do uwzględnienia wniosku dowodowego powodów o powołanie biegłego sądowego w celu ustalenia wartości akcji w ramach

przymusowego wykupu przy zastosowaniu w wycenie przedsiębiorstwa E. S.A. metody DCF. Taki wniosek dowodowy zasługiwałby na uwzględnienie dopiero w razie wykazania przez powodów, że giełdowe ceny akcji spółki E. zostały zniekształcone.

W konsekwencji, skoro możliwe było ustalenie najwyższej ceny, jaką za akcje spółki E. pozwany M. G. zapłacił w okresie 12 miesięcy (tj. w najdłuższym terminie przewidzianym w art. 5 ust. 1 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25/WE) przed ogłoszeniem przez pozwanych wezwania do zapisywania się na sprzedaż tych akcji, która to cena była wyższa od średnich cen rynkowych, o których stanowi art. 79 ust. 1 pkt 1 lit a i ust. 3 u.o.p., a przy tym nie wystąpiły okoliczności wskazane w art. 79 ust. 1 pkt 2 i ust. 4a pkt 1-3 u.o.p., przy braku również wystąpienia okoliczności, o których mowa w art. 3 ust. 1 lit. d) w zw. z art. 5 ust. 4 akapit drugi dyrektywy 2004/25/WE, to nie było uzasadnionych normatywnie podstaw zarówno na gruncie prawa unijnego (dyrektywa 2004/25/WE), jak i krajowego (zgodnie bowiem z 3 ust. 2 lit b) dyrektywy państwo członkowskie mogło w stosunku do ofert przejęcia ustanowić dodatkowe warunki i przepisy surowsze niż te, zawarte w tej dyrektywie) do przyjęcia, iż cena 3 zł za akcję spółki E. nie była miarodajną podstawą do ustalenia cena wykupu, tym bardziej, że ostatecznie zaoferowana cena wykupu wyniosła 3,88 zł za akcję, czyli była wyższa o prawie 30% od minimalnej ceny wykupu (3 zł), prawnie dopuszczalnej. Wprawdzie zgodnie z art. 80 ust. 2 u.o.p. stanowisko zarządu dotyczące ogłoszonego wezwania do wykupu akcji powinno zawierać stwierdzenie, czy zdaniem zarządu cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki, przy czym dotychczasowe notowania na rynku regulowanym nie mogą być jedynym miernikiem tej wartości, ale ostatecznie zaoferowana cena, tj. 3,88 zł była wyższa od średnich cen giełdowych z okresu 6 miesięcznego (2,80 zł) oraz trzymiesięcznego (2,50 zł) i od najwyższej ceny minimalnej (3 zł), którą pozwany M. G. zapłacił w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Ponadto jak wynika z ustaleń faktycznych Sądów *meriti* średnia wartość wskaźnika ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na jedną akcję (C/KW) spółek, które mają podobny do spółki E. przedmiot działalności (sektor gumy i tworzyw sztucznych) wyniosła 0,54, a w przypadku spółki E. w okresie 2016-2020 wskaźnik ten wyniósł 0,5, natomiast na dzień 1 października 2019 r. średni wskaźnik C/KW dla sektora tworzyw sztucznych

spółek notowanych na GPW wyniósł 0,63, a w przypadku spółki E. (przy cenie 3,88 zł za akcję) 0,68. Należy też zauważyć, iż na wykup po tej cenie zgodzili się akcjonariusze reprezentujący łącznie ok. 45,66% akcji, co stanowi ok. 84% wszystkich akcji objętych wezwaniem do wykupu (tj. 53,15%).

W tym stanie rzeczy, skoro ostatecznie zaoferowana przez pozwanych cena wykupu akcji spółki E. wyniosła 3,88 zł za akcję, czyli o 30% powyżej ceny minimalnej wynikającej z zasad określonych w art. 79 ust. 1-3 u.o.p. i po takiej cenie doszło też do przymusowego wykupu pozostałych akcji tej spółki, to nie może być mowy o naruszeniu art. 79 ust. 1 i n. oraz art. 80 ust. 2 i ust. 2a u.o.p., w kontekście także regulacji zawartej w art. 15 ust. 5 w zw. z art. 5 ust. 4, art. 1 ust. 1 i art. 5 ust. 3 dyrektywy 2004/25/WE.

W stanie faktycznym sprawy przedstawiona normatywna regulacja dotycząca zasad ustalenia ceny przymusowego wykupu akcji spółki E., wynikająca z dyrektywy 2004/25/WE i ze stanowiącej jej implementację ustawy o ofercie publicznej w brzmieniu sprzed wejścia w życie ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej, jest kompletna, a w konsekwencji nie było podstaw prawnych do sięgania na zasadzie analogii z ustawy do innych aktów prawnych w celu ustalenia wartości godziwej akcji w ramach przymusowego ich wykupu. Należy podkreślić, że zawarte w ustawie o ofercie publicznej zasady ustalania ceny akcji przy przymusowym wykupie mają charakter szczególny i w związku z tym nie powinna być stosowana interpretacja rozszerzająca tych przepisów.

W art. 5 ust. 4 akapit pierwszy dyrektywy 2004/25/WE cena godziwa akcji, identyfikowana z najwyższą ceną zapłaconą przez oferenta lub przez osoby działające z nim w porozumieniu za te same papiery wartościowe w okresie ustalonym przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż 6 miesięcy i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty, jest odnoszona przez ustawodawcę unijnego do obowiązkowej oferty, ale nie oznacza to, że nie może być odnoszona do dobrowolnej oferty, o której mowa w art. 74 u.o.p., zwłaszcza że oferta z 1 października 2019 r. obejmowała wszystkie pozostałe akcje spółki E. (53,15%) i w wyniku jej realizacji nastąpił wykup 45,66 % akcji. W związku z tym brak podstaw do przyjęcia, że art. 79 ust. 2 pkt 1 u.o.p. w zw. z art. 74 u.o.p. jest sprzeczny z celami

dyrektywy 2004/25/WE. Co istotne, najwyższa minimalna cena akcji - ustalona na podstawie art. 79 ust. 2 pkt 1 u.o.p. (3 zł) - została podniesiona w ofercie o prawie 30% (3,88 zł). W konsekwencji najwyższa cena minimalna powiększona o prawie 30% ma cechy ceny godziwej w rozumieniu dyrektywy 2004/25/WE.

W następstwie realizacji oferty z 1 października 2019 r. pozwani łącznie przekroczyli próg 90% ogólnej liczby głosów, o którym mowa w art. 15 ust. 2 dyrektywy 2004/25/WE (zob. też art. 82 ust. 1 u.o.p.). i powstały przesłanki do realizacji prawa przymusowego wykupu akcji E. S.A. W art. 15 ust. 5 dyrektywa 2004/25/WE posługuje się pojęciem świadczenia uczciwego, które odnosi do świadczenia zaproponowanego w następstwie dobrowolnej oferty oraz pojęciem świadczenia godziwego, które odnosi do świadczenia zaproponowanego w obowiązkowej ofercie. W związku z tym nie zachodzi sprzeczność art. 82 ust. 2a u.o.p. z art. 15 ust. 5 dyrektywy 2004/25/WE.

W stanie faktycznym sprawy ceną godziwą przymusowego wykupu jest cena 3,88 zł, zaproponowana w wezwaniu z 1 października 2019 r. (uwzględniającym zmianę z 13 listopada 2019 r.). Jakkolwiek z art. 82 ust. 2a u.o.p. wynika, że cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w wezwaniu, o którym mowa w art. 82 ust. 1 u.o.p., ale nie oznacza to, iż istnieje prawny obowiązek zapłaty wyższej ceny. Dyrektywa 2004/25/WE - w warunkach normalnie funkcjonującego rynku giełdowego (tj. spełniających wymagania określone w jej art. 3 ust. 1), a zatem gdy nie zachodzą okoliczności wskazane w jej art. 5 ust. 4 akapit drugi - nie przewiduje w ogóle możliwości modyfikacji tak ustalonej ceny ani też kryteriów decydujących o jej podwyższeniu. Ustawodawca krajowy również nie przewiduje obowiązku modyfikacji ceny ustalonej na poziomie minimalnym zgodnie z art. 82 ust. 2a u.o.p. ani też nie wskazuje kryteriów uzasadniających podwyższenie ceny minimalnej.

Z tych względów Sąd Najwyższy oddalił skargę kasacyjną powodów na podstawie art. 398¹⁴ k.p.c., a o kosztach postępowania kasacyjnego orzekł w oparciu o art. 108 § 1 zdanie drugie k.p.c. w zw. z art. 391 § 1 k.p.c. i art. 398²¹ k.p.c.

Władysław Pawlak

Dariusz Zawistowski

Agnieszka Piotrowska

[PG]

[a.ł]