

UZASADNIENIE

Powód P. C., w pozwie skierowanym przeciwko pozwanej – Centrum (...) Spółce Akcyjnej z siedzibą w S., wniósł o uchylenie uchwały nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia akcjonariuszy pozwanej spółki z dnia 7 czerwca 2018 r. w sprawie zniesienia dematerializacji akcji spółki oraz wycofania ich z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę (...) S.A. z siedzibą w W., a także o zasądzenie kosztów procesu, w tym kosztów zastępstwa procesowego według norm przepisanych.

Na uzasadnienie podał, że działający w porozumieniu akcjonariusze pozwanej spółki, posiadający łącznie 65,76% akcji, wezwali pozostałych akcjonariuszy do sprzedaży 34,24% akcji, tj. wszystkich pozostałych akcji pozwanej spółki. Zamiarem akcjonariuszy było zastosowanie procedury zniesienia dematerializacji akcji. Na wezwanie do sprzedaży odpowiedzieli akcjonariusze posiadający jedynie 2,84% akcji. Przyczyną tak małego odzewu drobnych akcjonariuszy była zbyt niska cena za akcję. Porozumienie akcjonariuszy, posiadające wówczas 68,61% akcji, wystąpiło następnie z żądaniem zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy (dalej: (...)) z porządkiem obrad obejmującym podjęcie uchwały w przedmiocie zniesienia dematerializacji akcji. W dniu 7 czerwca 2018 r. odbyło się posiedzenie (...), podczas którego podjęta została zaskarżona uchwała, przy czym za uchwałą głosowali jedynie akcjonariusze działający w porozumieniu. Powód zaakcentował pojęcie wartości godziwej akcji i wskazał, że po ogłoszeniu wezwania zarząd pozwanej opublikował raport, w którym stwierdził, że cena akcji w ogłoszonym wezwaniu nie odzwierciedlała wartości godziwej, tj. została określona poniżej aktualnej wartości księgowej akcji, która na dzień 30 września 2017 r. wynosiła 10,68 zł. Jednocześnie zarząd w trakcie zgromadzenia udzielił pełnomocnikowi powoda informacji, że nie dysponuje wyceną wartości godziwej akcji sporządzoną przez biegłego, a nadto, że zniesienie dematerializacji jest korzystne dla spółki z uwagi na przepisy prawa, które nakładają na spółki publiczne liczne obowiązki informacyjne, których realizację wiąże się z ryzykiem po stronie spółki. Na pytania natomiast jakie to konkretne ryzyko, powód nie uzyskał od zarządu odpowiedzi. Wobec powyższego powód wskazał, że sam zlecił wycenę wartości godziwej akcji pozwanej, a z wyceny tej wynika, że wartość godziwa akcji wynosi 21,95 zł.

Powód zarzucił, że nieprzedstawienie przez porozumienie akcjonariuszy w wezwaniu do sprzedaży wyceny wartości godziwej akcji narusza dobre obyczaje, natomiast unikanie odpowiedzi na pytania akcjonariuszy i ograniczanie dyskusji podczas (...) do minimum godziły w prawo akcjonariuszy do informacji. W ocenie powoda za sprzeczne z dobrymi obyczajami uznać należało podjęcie uchwały bez udzielenia odpowiedzi na pytania akcjonariusza (powoda) przez akcjonariuszy wnioskujących o podjęcie uchwały, a także bez opublikowania uzasadnienia uchwały, wbrew Zbiorowi Dobrych Praktyk. Powód podniósł również, że podjęcie zaskarżonej uchwały miało na celu jego pokrzywdzenie, poprzez pozbawienie spółki statusu spółki publicznej, co wiązało się z pozbawieniem akcjonariuszy mniejszościowych prawa do informacji na temat stanu spółki oraz wszelkich innych informacji, do jakich dostęp posiadają akcjonariusze spółek publicznych. Powód podał też, że utrata tych praw musi być poprzedzona umożliwieniem wyjścia ze spółki akcjonariuszom mniejszościowym i uzyskaniem godziwej ceny za ich akcje, gdyż w przypadku wycofania spółki z obrotu giełdowego pozycja powoda, jako akcjonariusza mniejszościowego, będzie znacznie słabsza. Powód wskazał również, że zaskarżona uchwała może naruszyć interes spółki w ten sposób, że w przypadku wygranej powoda, na spółkę spadną koszty ponownego wprowadzenia akcji do obrotu publicznego.

W odpowiedzi na pozew (k. 82-89), pozwana wniosła o oddalenie powództwa w całości i zasądzenie od powoda kosztów procesu, w tym kosztów zastępstwa procesowego według norm przepisanych.

Na uzasadnienie podała, że prezes zarządu, wbrew twierdzeniom powoda, aktywnie udzielał odpowiedzi na pytania akcjonariuszy związane z porządkiem obrad. Doszło zatem do wymiany stanowisko pomiędzy uczestnikami (...), a więc zarzut powoda o naruszeniu dobrych obyczajów jest nieuzasadniony. Pozwana spółka wskazała, że ogłoszenie wezwania nastąpiło w sposób zgodny z przepisami ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, w tym w zakresie ceny akcji proponowanej w wezwaniu. Trudno więc pozwanej uznać, aby uchwała podjęta zgodnie z procedurą określoną

w tej ustawie była sprzeczna z prawem w odniesieniu do ceny zaproponowanej uprzednio w wezwaniu. W ocenie pozwanej powód nie wyjaśnił jakie prawa akcjonariusze mieliby naruszyć nie sporządzając i nie udostępniając wyceny, w sytuacji gdy powód domagał się jej w trakcie obrad (...), a więc po zakończeniu wezwania. Spółka opublikowała wnioski akcjonariuszy w odniesieniu do zaskarżonej uchwały w pełnym zakresie, w tym jego uzasadnienie dotyczące uchwały. Pozwana wskazała, że nie był również uzasadniony wywód powoda dotyczący przyczyn niskiej wyceny akcji, z którego wynikało, że przyczyną tą było ryzyko związane z możliwością wycofania spółki z obrotu i mała płynność akcji. Pozwana podkreśliła, że średnia wycena akcji spółki na rynku regulowanym w okresie poprzedzającym informację publiczną o ogłoszeniu wezwania, była na poziomie zaoferowanej ceny. Mała płynność akcji na rynku regulowanym podważa natomiast tezę powoda, jakoby wycofanie akcji spółki z obrotu miało wpłynąć negatywnie na ich zbywalność. Pozwana nie zgodziła się również ze stanowiskiem powoda, jakoby pozbawienie spółki statusu publicznej, zmierzało samo w sobie do pokrzywdzenia akcjonariuszy, bowiem stwierdziła, że dematerializacja akcji spółki i wynikający z tego status spółki nie wchodzi w zakres bezwzględnych praw indywidualnego akcjonariusza mniejszościowego.

W replice na odpowiedź na pozew powód podtrzymał w całości swe roszczenie oraz zaprezentowaną w pozwie argumentację (k. 117-120). W szczególności wskazał, że działania spółki wskazują, że ukrywa ona informacje na temat przyszłych przychodów, a nadto informacje te najprawdopodobniej są znane akcjonariuszom mającym znaczne pakiety akcji i istnieje uzasadnione prawdopodobieństwo, że zarząd, jak i akcjonariusze dominujący spółki znali przybliżone perspektywy przychodów w kolejnych okresach sprawozdawczych.

Sąd ustalił, co następuje:

W dniu 19 października 2017 r. pozwana spółka opublikowała Informację na temat stanu stosowania przez spółkę rekomendacji i zasad zawartych w Zbiorze D. Praktyki Spółek (...) na (...) 2016. Zgodnie z treścią tego dokumentu, spółka wprawdzie nie stosowała 13 zasad wskazanych w Zbiorze, niemniej stosowała zasadę nr 1.Z.1.17, zgodnie z którą spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej, w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu, oprócz informacji wymaganych przepisami prawa, także uzasadnienia do projektów uchwał walnego zgromadzenia dotyczących spraw i rozstrzygnięć istotnych lub mogących budzić wątpliwości akcjonariuszy – w terminie umożliwiającym uczestnikom walnego zgromadzenia zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należytym rozeznaniem.

(dowód: informacja, k. 54-62)

W dniu 24 stycznia 2018 r. zostało opublikowane wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji pozwanej spółki. Przedmiotem było 3 112 158 zdematerializowanych akcji zwykłych na okaziciela o wartości nominalnej 4 zł każda, stanowiących 34,24% kapitału zakładowego i odpowiadających 3 112 158 głosom na walnym zgromadzeniu spółki i stanowiącym 34,24% ogólnej liczby głosów na (...). Wzywającymi byli większościowi akcjonariusze pozwanej spółki, tj. (...) 11 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych (podmiot nabywający), Z. J., (...) S.A., (...) S.A., (...) sp. z o.o. i (...) sp. z o.o. Łącznie wzywający posiadali 65,76% ogólnej liczby głosów w spółce. Wzywający oświadczyli, że działają w porozumieniu, które zostało zawarte w dniu 1 lipca 2014 r. na czas nieokreślony.

Po ogłoszeniu wezwania wzywający zamierzali zażądać zwołania (...) i umieszczenia w porządku obrad podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji. Podmiotem, który miał nabyć akcje był wyłącznie (...) 11 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych.

W wezwaniu wskazano, że cena, po której nabywane będą akcje wynosi 9,00 zł za każdą akcję („Cena wezwania”) oraz że cena ta spełnia kryteria określone w art. 79 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

(dowód: wezwanie, k. 22-29)

W dniu 8 lutego 2018 r., zarząd pozwanej spółki, w ramach raportu bieżącego nr (...), zajął pisemne stanowisko dotyczące powyżej opisanego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji, w którym stwierdził m.in., że zgodnie

z danymi zaprezentowanymi w (...) S.A. na dzień i za okres dziewięciu miesięcy zakończony 30 września 2017 r., wartość księgowa w przeliczeniu na jedną akcję spółki według stanu na dzień 30 września 2017 r. wynosiła 10,68 zł, a uwzględniając powyższe oraz długoterminowy okres inwestycyjny, zarząd zasadnie stwierdził, że cena akcji w wezwaniu nie uwzględnia potencjału wzrostu wartości spółki w przyszłości, a zatem nie odpowiadała wartości godziwej spółki.

(dowód: stanowisko zarządu, k. 43-46; opinia biegłego, k. 291-340)

Na podstawie raportu pozwanej spółki z dnia 20 marca 2018 r., (...) 11 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych nabył 258 515 akcji pozwanej spółki, które stanowią 2,84% kapitału zakładowego spółki. Nabycie to zostało dokonane w wyniku rozliczenia transakcji nabycia akcji spółki zawartej w dniu 19 marca 2018 r. w ramach wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki. Po dokonaniu nabycia wzywający, będący równocześnie stronami porozumienia, posiadali łącznie 6 236 357 akcji, które stanowiły 68,61% kapitału zakładowego pozwanej spółki.

(dowód: zawiadomienie o wynikach zakończonego wezwania, k. 30-31)

W dniu 7 czerwca 2018 r. – na wniosek akcjonariuszy z dnia 27 marca 2018 r. – odbyło się (...) pozwanej spółki, podczas którego podjęta została m.in. uchwała nr 3 w sprawie zniesienia dematerializacji akcji spółki oraz wycofania ich z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę (...) S.A. Powód głosował przeciwko uchwale i zgłosił sprzeciw, który został zaprotokołowany.

Podczas obrad (...), prezes zarządu spółki odpowiedział na wszystkie pytania zadawane przez akcjonariuszy, będące w ramach porządku obrad, natomiast na pytanie dotyczące kosztów, jakie spółka ponosi w związku z notowaniem jej akcji na rynku giełdowym w okresie od 2015 r. do 2017 r., odpowiedź została udzielona na piśmie.

Podczas obrad (...) przedstawiciele akcjonariuszy większościowych nie podjęli dyskusji na temat przyczyn decyzji o wycofaniu spółki z obrotu giełdowego.

Przewodnicząca (...), podczas posiedzenia uchylała pytania dotyczące prognoz spółki, bowiem te nie były publikowane z uwagi tajemnicę spółki. Uchylane były również pytania dotyczące tego dlaczego akcjonariusze większościowi zdecydowali się na wycofanie spółki z publicznego obrotu, bowiem przewodniczący posiedzenia uznał, że zarząd nie jest uprawniony do wygłaszania poglądów na temat innych akcjonariuszy. Zarząd poinformował także na zgromadzeniu, że spółka nie dysponowała wyceną wartości godziwej akcji, gdyż nie była do tego zobowiązana.

(dowód: akt notarialny Rep. A nr 2403/2018 protokół (...) wraz z listą obecności, k. 32-37; raport bieżący spółki nr (...), k. 103-105; zeznania świadka M. O. (1), k. 148-152; zeznania świadka M. L., k. 184-186; zeznania świadka M. O., k. 187-188; zeznania prezesa zarządu pozwanej spółki (...) e-protokół rozprawy z 9.06.2022 r., k. 436; raport bieżący spółki nr (...), k. 101-102)

W dniu 8 czerwca 2018 r. pozwana poinformowała, że w dniu 7 czerwca 2018 r. prezes zarządu pozwanej – J. T., nabył 10 500 akcji spółki po średniej cenie 9,35 zł.

(dowód: raport nr RB (...), k. 130; powiadomienie, k. 131-132)

Na zlecenie powoda, makler papierów wartościowych i licencjonowany doradca inwestycyjny A. S. sporządził wycenę godziwej wartości rynkowej pozwanej spółki. Wycena ta została przygotowana w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (...), (...), wartości ekonomicznej dodanej EVA oraz metodę porównawczą na bazie spółek polskich i zagranicznych. Wycena godziwej wartości rynkowej akcji, dokonana w tej wycenie przy użyciu powyższych metod, bez uwzględnienia stanu kapitału obrotowego netto, wynosić powinna 11,39 zł za jedną akcję. Wycena wskazywała ponadto, że w przypadku uwzględnienia kapitału obrotowego netto na koniec pierwszego kwartału bieżącego roku, cena za jedną akcję wynosić powinna 21,95 zł.

(dowód: wycena godziwej wartości rynkowej pozwanej spółki z załącznikami, k. 47-53; zeznania świadka A. S., k. 213-214)

W dniu 3 października 2018 r. pozwana spółka podała do wiadomości publicznej, że z danych przekazanych jej przez spółkę zależną, w ramach inwestycji deweloperskiej „Nowa 5 D. w K.”, spółka zależna w III kwartale 2018 r. zawarła 77 umów deweloperskich sprzedaży mieszkań, a także 24 umów rezerwacyjnych sprzedaży mieszkań, natomiast w tym okresie nie została zawarta żadna umowa przenosząca własność nieruchomości oraz, że żaden lokal mieszkalny ani usługowy nie został wydany. Z informacji tej wynikało również, że proces sprzedaży w ramach tej inwestycji został rozpoczęty w marcu 2017 r.

(dowód: raport nr RB (...), k. 129)

W dniu 19 października 2018 r. pozwana spółka podała do publicznej wiadomości, że otrzymała od (...) 11 Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Aktywów Niepublicznych informację o zwiększeniu ponad 1% ogólnej liczby głosów w spółce. W wyniku transakcji nabycia przez Fundusz 70 319 sztuk akcji pozwanej spółki, łączna ogólna liczba głosów spółki reprezentowanych przez Fundusz oraz podmioty działające w porozumieniu z 1 lipca 2014 r. zwiększyła się o ponad 1% ogólnej liczby głosów w spółce, tj. do 6 480 319 sztuk akcji, co stanowiło 71,29% udziału w kapitale akcyjnym spółki i tyle samo głosów. Cena za 1 akcję wynosiła 12,50 zł.

(dowód: raport nr RB 62/18, k. 133-134; wykaz transakcji z 18.10.2018 r., k. 135)

W dniu 21 listopada 2018 r. pozwana spółka podała do publicznej wiadomości informację o kolejnej transakcji nabycia 62 320 sztuk akcji pozwanej spółki przez Fundusz (...) 11, w wyniku tego zwiększyła się o ponad 1% ogólna liczba głosów spółki, tj. do 6 610 980 sztuk, co stanowiło 72,73% udziału w kapitale akcyjnym spółki i tyle samo głosów.

(dowód: raport nr (...), k. 141)

W dniu 3 stycznia 2019 r. pozwana spółka podała do wiadomości publicznej, że z danych przekazanych jej przez spółkę zależną, w ramach inwestycji deweloperskiej „Nowa 5 D. w K.”, w IV kwartale 2018 r. zostały zawarte 582 umowy ostateczne przenoszące własność nieruchomości i wydano 580 lokali mieszkalnych.

(dowód: raport nr RB (...), k. 142)

W dniu 10 stycznia 2019 r. pozwana spółka podała do wiadomości publicznej informację o zatwierdzeniu projektów budowlanych i uprawomocnieniu się decyzji o pozwoleniu na budowę dwóch budynków mieszkalnych wielorodzinnych B4 i B6 w ramach realizacji II etapu inwestycji (...) D. w K..

(dowód: raport nr RB (...), k. 143)

W dniu 25 stycznia 2019 r. pozwana spółka podała do wiadomości publicznej informację o terminach publikacji raportów okresowych w 2019 r., w tym raportu rocznego spółki za 2018 r. w dniu 26 kwietnia 2019 r.

(dowód: raport nr RB (...), k. 178)

W dniu 18 lutego 2019 r. pozwana spółka podała do wiadomości publicznej informację o kolejnej transakcji nabycia akcji przez Fundusz (...) 11 w ilości 113 404 sztuk po średniej cenie 15 zł za 1 sztukę. W wyniku transakcji (...) 11 posiadał wraz z podmiotami działającym w porozumieniu z 1 lipca 2014 r. łącznie 6 740 611 sztuk akcji, co stanowiło 74,15% udziałów w kapitale akcyjnym spółki i tyle samo głosów.

(dowód: raport nr RB (...), k. 179; potwierdzenie transakcji, k. 180)

W dniu 1 kwietnia 2019 r. pozwana spółka podała do wiadomości publicznej, że z danych przekazanych jej przez spółkę zależną, w ramach inwestycji deweloperskiej „Nowa 5 D. w K.”, w I kwartale 2019 r. zawarto 1 umowę ostatecznie przenoszącą własność nieruchomości (lokalu użytkowego).

(dowód: raport nr RB (...), k. 181)

Pozwana opublikowała roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe za 2018 r. i za I półrocze 2019 r., zgodnie z którymi wartość księgowa na jedną akcję wynosiła odpowiednio: 12,64 zł i 12,17 zł.

(dowód: sprawozdania finansowe, k. 207-208)

Sąd nie odmówił wiarygodności, ani mocy dowodowej żadnemu z dowodów służących do ustalenia powyżej opisanego stanu faktycznego.

Sąd zważył, co następuje.

Żądanie pozwu było bezzasadne.

Na podstawie art. 422 § 1 Kodeksu spółek handlowych, dalej: k.s.h., uchwała walnego zgromadzenia sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariusza może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko spółce powództwa o uchylenie uchwały.

Prawo do wytoczenia powództwa o uchylenie uchwały walnego zgromadzenia przysługuje akcjonariuszowi, który głosował przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądał zaprotokołowania sprzeciwu (art. 422 § 2 pkt 2 k.s.h.). Mając zatem na względzie powyżej ustalony stan faktyczny, powód posiadał legitymację czynną do wytoczenia powództwa w niniejszej sprawie, dochowując również terminu do wniesienia powództwa o uchylenie uchwały (art. 424 k.s.h.).

Zaskarżona uchwała dotyczyła zniesienia dematerializacji akcji pozwanej spółki oraz wycofania ich z obrotu na rynku regulowanym – tj. zwanej obiegowo w obrocie procedury „delistingu” – prowadzoną przez Giełdę (...) S.A., o której to uchwale jest mowa w treści 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 (Dz. U. z 2018 r., poz. 512 z późn. zm.), zwanej dalej: Ustawą.

Należy w tym miejscu wskazać, że procedura zniesienia dematerializacji akcji została uregulowana w treści Ustawy, przy czym dla rozstrzygnięcia sporu w niniejszej sprawie należało posługiwać się powołanym poniżej stanem prawnym w brzmieniu na datę podjęcia zaskarżonej uchwały, tj. na dzień 7 czerwca 2018 r.

Na podstawie art. 91 ust. 1 Ustawy, Komisja Nadzoru Finansowego, dalej: komisja, na wniosek emitenta z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, udziela zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu (zniesienie dematerializacji akcji), jeżeli zostały spełnione warunki określone w ust. 5-8.

Na podstawie art. 91 ust. 2 Ustawy, udzielenie zezwolenia wywołuje skutek prawny zaprzestania podlegania obowiązkom wynikającym z ustawy, powstałym w związku z ofertą publiczną akcji lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz obowiązkom określonym w rozdziale 4. W decyzji udzielającej zezwolenia Komisja określa termin, nie dłuższy niż miesiąc, po upływie którego skutek ten następuje.

Na podstawie art. 91 ust. 3 Ustawy, zniesienie dematerializacji akcji na podstawie zezwolenia, o którym mowa w ust. 1, następuje nie wcześniej niż z dniem upływu terminu, o którym mowa w ust. 2.

Na podstawie art. 91 ust. 4 Ustawy, złożenie wniosku, o którym mowa w ust. 1, jest dopuszczalne, jeżeli walne zgromadzenie spółki, większością 9/10 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego, podjęło uchwałę o zniesieniu dematerializacji akcji. Do wniosku należy dołączyć odpis uchwały.

Na podstawie art. 91 ust. 5 Ustawy, umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały, o której mowa w ust. 4, może być dokonane wyłącznie w trybie określonym w art. 400 § 1 ustawy z dnia 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych. Przepisu § 2 tego artykułu nie stosuje się.

Na podstawie art. 91 ust. 6 Ustawy, akcjonariusz lub akcjonariusze żądający umieszczenia w porządku obrad sprawy podjęcia uchwały, o której mowa w ust. 4, są obowiązani do uprzedniego ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji tej spółki przez wszystkich pozostałych akcjonariuszy. Do wezwania stosuje się odpowiednio przepisy art. 77-79.

Na podstawie art. 91 ust. 7 Ustawy, akcjonariusz lub akcjonariusze żądający umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia spółki sprawy podjęcia uchwały, o której mowa w ust. 4, mogą nabywać akcje tej spółki w okresie między ogłoszeniem żądania a zakończeniem wezwania, o którym mowa w ust. 6, jedynie w drodze tego wezwania.

Na podstawie art. 79 ust. 1 Ustawy w związku z art. 91 ust. 6 Ustawy, cena akcji proponowana w wezwaniu:

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

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

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

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

Na podstawie art. 79 ust. 2 Ustawy w związku z art. 91 ust. 6 Ustawy, cena akcji proponowana w wezwaniu 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 z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, 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.

Wymaga podkreślenia, że powód – w ramach niniejszego powództwa – równoległe wskazywał na zdarzenia mające miejsce zarówno przed odbyciem (...), tj. czynności określone w treści art. 77-79 Ustawy w związku z art. 91 ust. 6 Ustawy, jak i w jego trakcie, będących w związku z treścią zaskarżonej uchwały, a nadto zarzucił zaskarżonej uchwale: sprzeczność uchwały z dobrymi obyczajami, pokrzywdzenie akcjonariusza oraz naruszenie interesu spółki.

Kolejno zatem, w odniesieniu do powoływanych przez powoda zdarzeń mających miejsce przed odbyciem (...) pozwanej spółki zważyć należało, że określenie w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji pozwanej spółki (...) wezwania” na kwotę 9,00 zł za każdą akcję nie miało mocy uznania, że następnie podjęta i zaskarżona uchwała była sprzeczna z dobrymi obyczajami i godziła w interes spółki lub miała na celu pokrzywdzenie powoda, jako akcjonariusza.

Po pierwsze, odpowiednie stosowanie przepisów art. 79 ust. 1 i 2 Ustawy w związku z art. 91 ust. 6 Ustawy w odniesieniu do ceny akcji zaproponowanej w wezwaniu oznaczało w tym przypadku, że cena akcji proponowana w wezwaniu nie mogła być niższa niż określona przez ustawodawcę „cena minimalna”. Fakt, że cena z wezwania spełniała ustawowe kryteria „ceny minimalnej”, o których mowa w treści powyżej wskazanych przepisów nie budził wątpliwości

stron, pomijając to, że procedura w tym względzie podlega nadzorowi przez Komisję Nadzoru Finansowego w trybie opisanym w treści art. 78 ust. 1 i 3 Ustawy.

Po drugie, ustawodawca wyraźnie – przy zastosowaniu przepisów art. 79 ust. 1 i 2 Ustawy w związku z art. 91 ust. 6 Ustawy – zastrzegł „jedynie” wartość „ceny minimalnej” akcji proponowanej w wezwaniu w oparciu o dwie różne metody ustalania tej ceny, mające zastosowanie do dwóch (a właściwie trzech) różnych sytuacji, w jakich znajdował się podmiot, podlegający procedurze delistingu. Tym samym zastosowanie tych dwóch metod było warunkowane wyłącznie tym, czy akcje spółki były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym przez okres co najmniej sześciu miesięcy – wówczas cena minimalna odnosiła się do poprzednich notowań giełdowych, czy też akcje spółki były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym przez okres krótszy, bądź dana spółka została dotknięta postępowaniem restrukturyzacyjnym lub upadłościowym (a zatem znajdowała się w anormalnej sytuacji rynkowej) – a wówczas cena minimalna wyznaczona powinna zostać w oparciu o wycenę tzw. wartości godziwej akcji, do czego niezbędna była opinia biegłego. Z tej przyczyny twierdzenie powoda, że uchwała „delistingowa” była niezgodna z dobrymi obyczajami, gdyż proponowana cena zawarta w wezwaniu pozwanej spółki notowanej na rynku przez okres przekraczający sześć miesięcy, o którym mowa w treści art. 91 ust. 6 Ustawy była niższa, czy nawet „znacznie niższa” niż wartość godziwa akcji – wyznaczana dla spółek znajdujących się w postępowaniu upadłościowym, restrukturyzacyjnym, względnie nie notowanych na rynku regulowanym przez okres co najmniej sześciu miesięcy – nie było uzasadnione.

Mylne więc, bo wywodzące się z nieuprawnionego skrótu myślowego, byłoby uznanie, że każda cena akcji zaproponowana w wezwaniu, która nie odzwierciedla wartości „godziwej” w rozumieniu art. 79 ust. 1 pkt 2) Ustawy, jest „niegodziwa”, tj. sprzeczna z dobrymi obyczajami, bowiem ani z ustawy, ani z zasad obrotu rynkowego – według treści przepisów obowiązujących na datę podjęcia zaskarżonej uchwały – nie wynikał obowiązek oferowania przez akcjonariusza wzywającego do zapisywania się na sprzedaż akcji ceny akcji powyżej ceny minimalnej, a już z pewnością po cenie wynikającej z „wartości godziwej”, o której mowa w treści art. 79 ust. 1 pkt 2) Ustawy. Wymaga przy tym zaznaczenia, że ustalanie „wartości godziwej” ma jednak charakter sui generis wyjątkowy, tj. powodowany brakiem uprzednich, „obiektywnych” notowań giełdowych spółki akcyjnej przez okres co najmniej sześciu miesięcy i z konieczności prospektywny – a zatem odnoszący się do prawdopodobnego przyszłego stanu finansowego spółki, przy uwzględnieniu jej aktualnego majątku i jej możliwych perspektyw rozwoju, w tym związanych ze stanem restrukturyzacji, bądź upadłości (wizerunkowo katastrofalnych dla spółki pozostającej w publicznym obrocie) – i jako taki naznaczony naturalnym subiektywizmem osoby (podmiotu) sporządzającego opinię. Zdaniem Sądu, ustawodawca zatem w sposób racjonalny pozostawił dopuszczalność ustalenia ceny minimalnej z wezwania w odniesieniu do wartości godziwej akcji, jako ultima ratio określenia ceny wezwania, bowiem prospektywny charakter szacowania wartości spółki akcyjnej – bez odniesienia się do jej notowań rynkowych – ma (w odróżnieniu od ustalenia średniej ceny z poprzedniego okresu notowań) z zasady charakter spekulatywny, co wynika również z porównania wartości „godziwych”, przyjętych w opinii prywatnej i opinii biegłego sądowego, dostępnych Sądowi w tym postępowaniu.

Po trzecie, przyjmując quasi „ochronny” charakter cytowanych przepisów Ustawy w odniesieniu do akcjonariuszy mniejszościowych, brak jest zdaniem Sądu stwierdzenia istnienia „obyczajowego” obowiązku proponowania przez wzywających do zapisywania się na sprzedaż, w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych, ceny akcji o „wartości godziwej” w rozumieniu art. 79 ust. 1 pkt 2) Ustawy, tj. w oderwaniu od ceny rynkowej akcji w przeszłości i po prawdopodobnej cenie akcji w przyszłości. Z samego bowiem faktu realizowania przez akcjonariuszy większościowych swojego prawa własności i możliwości decydowania o sposobie wykorzystania swojego majątku – w tym notowań na rynku regulowanym – nie można wywodzić obowiązku gwarantowania akcjonariuszowi mniejszościowemu uzyskania ceny akcji w oderwaniu od obiektywnych warunków rynkowych, tym bardziej, jeśli ten akcjonariusz mniejszościowy – jak powód w niniejszej sprawie – nabył uprzednio swoje walory po giełdowej cenie „rynkowej” (por. art. 79 ust. 1 pkt 1) i ust. 2 Ustawy), a nie po cenie „godziwej” (por. art. 79 ust. 1 pkt 2) Ustawy) – co ma znaczenie (o czym niżej) również w przedmiocie zarzutu pokrzywdzenia powoda zaskarżoną uchwałą, jako akcjonariusza mniejszościowego.

Po czwarte, wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji zostało opatrzone stanowiskiem zarządu spółki, datowanym na dzień 8 lutego 2018 r., z którego wyraźnie wynikał sygnał, że „cena akcji nie uwzględnia potencjału

wzrostu wartości akcji w przyszłości” i – przy uwzględnieniu powyższych zważeń – nie odpowiada wartości godziwej spółki, a zatem powód, jako akcjonariusz mniejszościowy, mógł i powinien ocenić swoją sytuację finansową, podejmując decyzję, czy sprzedawać akcje po cenie „rynkowej” i wyjść ze spółki, czy też w niej pozostać i liczyć na zwiększenie ceny akcji – w stosunku do perspektyw spółki, ponosząc jednocześnie potencjalne ryzyka akcjonariusza mniejszościowego związane z delistingiem.

Po piąte, Sąd nie podzielił argumentacji powoda, że ustalenie w wezwaniu ceny, która odpowiadała Ustawie, stanowiło bezprawny nacisk na akcjonariuszy mniejszościowych w zakresie zbycia akcji, tym bardziej, jeśli akcjonariusz był w stanie w danym momencie sprzedać na wolnym rynku akcje spółki po cenie wyższej, czy systematycznie rosnącej.

Nie miał wpływu dla uznania zaskarżonej uchwały, jako sprzecznej z dobrymi obyczajami, brak uzasadnienia projektu uchwały, w oparciu o treść zasady nr 1.Z.1.17 Zbioru Dobrych Praktyk Spółek (...) na (...) 2016, zgodnie z którą spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej, w czytelnej formie i wyodrębnionym miejscu, oprócz informacji wymaganych przepisami prawa, także uzasadnienia do projektów uchwał walnego zgromadzenia dotyczących spraw i rozstrzygnięć istotnych lub mogących budzić wątpliwości akcjonariuszy – w terminie umożliwiającym uczestnikom walnego zgromadzenia zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należytym rozeznaniem.

W tym konkretnym przypadku brak uzasadnienia uchwały był związany z brakiem wiedzy po stronie zarządu co do zwerbalizowanych przyczyn, dla których akcjonariusze większościowi zdecydowali się na wycofanie spółki z obrotu giełdowego, mimo iż zarząd uznawał tę decyzję za zgodną z interesem spółki, przede wszystkim z uwagi na ponoszone w związku z tym koszty.

W odniesieniu do samego przebiegu (...) przed podjęciem zaskarżonej uchwały zważyć należało, że – pomimo zgłaszanych przez powoda zastrzeżeń – nie miał on na podjęcie uchwały o delistingu wpływu tego rodzaju, aby uznać zaskarżoną uchwałę za sprzeczną z dobrymi obyczajami.

Zdaniem Sądu, brak woli rozmowy z powodem i innymi akcjonariuszami mniejszościowymi ze strony przedstawicieli akcjonariuszy większościowych co do przyczyn, dla których pragnęli oni wycofać pozwaną spółkę z regulowanego rynku akcji, pozostaje – oprócz uwagi poczynionej już powyżej – obojętny z punktu widzenia wykonywania prawa własności akcjonariuszy większościowych w tym zakresie. Gdyby bowiem uznać, że uchwała o delistingu stanowić ma uchwałę sprzeczną z dobrymi obyczajami w każdym przypadku, w którym akcjonariusze mniejszościowi nie zostaną subiektywnie przekonani co do potrzeby lub gospodarczego sensu wycofania akcji spółki z obrotu publicznego, tym bardziej jeśli dotyczy to spółki o akcjach, których wartość na giełdzie systematycznie wzrasta, to w takim przypadku spółka akcyjna stałaby się zakładnikiem obrotu publicznego na rynku regulowanym.

Sąd nie stwierdził przy tym, aby sama decyzja zarządcza akcjonariuszy większościowych w zaskarżonym zakresie miała charakter sprzeczny z dobrymi obyczajami, nawet jeśli nieznanne było powodowi uzasadnienie tej decyzji, tym bardziej, że z umieszczeniem spółki akcyjnej na rynku regulowanym w publicznym obrocie nie wiąże się żadne prawo podmiotowe jakiegokolwiek mniejszościowego akcjonariusza do zachowania tej spółki na tym rynku w nieoznaczonym czasie, zgodnym z jego partykularnym interesem.

Nadto, z wiarygodnych zeznań prezesa pozwanej spółki wynikało, że nie miało miejsca bezprawne zachowanie polegające na unikaniu odpowiedzi na pytania powoda. Prezes pozwanej spółki odmawiał bowiem odpowiedzi na pytania co do powodów, dla których akcjonariusze większościowi zdecydowali się na delisting, wskazując, że zarząd nie jest uprawniony do wygłaszania poglądów na temat decyzji innych akcjonariuszy. Nadto, Sąd nie dostrzegł adekwatnego związku pomiędzy polityką zarządu pozwanej spółki, zgodnie z którą zarząd nie ujawnia informacji dotyczących prognoz, czy zamierzonych działań inwestycyjnych spółki, zasłaniając się tajemnicą handlową, a uznaniem zaskarżonej uchwały za niezgodną z dobrymi obyczajami.

Na marginesie wyłącznie w tym zakresie wypada wskazać, że uprawnienia informacyjne akcjonariusza mają charakter odrębny w stosunku do prawa do głosowania na walnym zgromadzeniu, a jeżeli zostaną naruszone, ich ochronę

wystarczająco zapewnia przepis art. 429 § 1 i 2 k.s.h. (por. np. wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie z 14.07.2016 r. sygn. akt I ACa 507/16) – co ma znaczenie (o czym niżej) również w przedmiocie zarzutu pokrzywdzenia powoda zaskarżoną uchwałą, jako akcjonariusza mniejszościowego. Zgodnie z treścią tego przepisu akcjonariusz, któremu odmówiono ujawnienia żądanej informacji podczas obrad walnego zgromadzenia i który zgłosił sprzeciw do protokołu, może złożyć wniosek do sądu rejestrowego o zobowiązanie zarządu do udzielenia informacji (art. 429 § 1 k.s.h.). Akcjonariusz może również złożyć wniosek do sądu rejestrowego o zobowiązanie spółki do ogłoszenia informacji udzielonych innemu akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem (art. 429 § 2 zdanie drugie k.s.h.).

Sąd nie dostrzegł również związku pomiędzy zaskarżoną uchwałą, a faktem nabycia przez prezesa zarządu pozwanej spółki w dniu 7 czerwca 2018 r. 10 500 akcji tej spółki po średniej cenie 9,35 zł, oprócz tego, że fakt ten uwiarygodnia stwierdzenie zarządu z dnia 8 lutego 2018 r., w ramach raportu bieżącego nr (...), że cena akcji w wezwaniu – określona w odniesieniu do rynkowych notowań z poprzedniego okresu – nie uwzględnia potencjału wzrostu wartości spółki w przyszłości.

Sąd nie uznał, aby zaskarżona uchwała – pomijając już powyżej czynione zważania w przedmiocie naruszenia dobrych obyczajów – spowodowała pokrzywdzenie akcjonariusza, pojmowanego jako bezprawne naruszenie jego uprawnień korporacyjnych, czy osłabienie jego prawnej pozycji, skoro akcjonariusze większościowi poprzez decyzję o delistingu realizowali własne uprawnienia wynikające ze swojego prawa własności.

Nie można też uznać, że podjęcie zaskarżonej uchwały miało na celu pokrzywdzenie powoda, poprzez pozbawienie spółki statusu spółki publicznej, bowiem – na co zwrócił uwagę Sąd już powyżej – z utrzymywaniem spółki na regulowanym rynku akcji nie wiąże się żadne prawo podmiotowe i nie istnieje ani prawny, ani tym bardziej moralny obowiązek ochrony spółki akcyjnej przed wycofaniem z takiego rynku.

Sąd nie podzielił również w tym względzie twierdzeń powoda wskazującego, że utrata praw związanych z utrzymywaniem spółki akcyjnej na regulowanym rynku akcji musi być poprzedzona umożliwieniem wyjścia ze spółki akcjonariuszom mniejszościowym i uzyskania przez nich „godziwej ceny” – faktycznie jakiegoś rodzaju „rekompensaty” – za ich akcje.

Jak bowiem była o tym już mowa, ustalenie „godziwej wartości” akcji za pomocą opinii biegłego, a nie w oparciu o obiektywne giełdowe notowania rynkowe, ma miejsce jedynie w wypadkach, które w sytuacji niniejszego sporu nie miały miejsca.

Jako bezzasadny Sąd uznał argument powoda, wskazującego, że zaskarżona uchwała może naruszyć interes spółki w ten sposób, że w przypadku wygranej powoda, to na spółkę spadną koszty ponownego wprowadzenia akcji do obrotu publicznego, bowiem – pomijając uwzględniony ostatecznie wniosek powoda o zabezpieczenie roszczenia o uchylenie zaskarżonej uchwały – argument ten odnosi się nie wprost do treści uchwały, lecz do działań prawnych powoda na skutek jej podjęcia.

Z uwagi na powyższe, Sąd orzekł jak w punkcie 1. sentencji wyroku.

O kosztach procesu Sąd orzekł, jak w punkcie 2. sentencji wyroku na podstawie art. 98 § 1 i § 3 k.p.c. w związku z art. 99 k.p.c. i art. 108 § 1 zd. 1 k.p.c., biorąc pod uwagę zasadę odpowiedzialności za wynik sporu i uznając powoda za przegrywającego spór w całości.

Na celowe koszty procesu poniesione przez wygrywającego pozwanego składały się zatem: minimalne wynagrodzenie pełnomocnika powoda w wysokości 1 080 zł oraz opłata skarbową od pełnomocnictwa w wysokości 17 zł.

sędzia Grzegorz Jamróz