D E C Y Z J A

Na podstawie art. 104 § 1 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (Dz.U. z 2025 r., poz. 1691, dalej: „KPA”.) w zw. z art. 11 ust. 1 i ust. 5 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2026 r., poz. 935 ze zm., dalej: „u.n.r.f.”), art. 79 ust. 4b 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 2025 r., poz. 592 ze zm., dalej: „ustawa o ofercie”) oraz Upoważnienia nr 48/2026 z dnia 24 stycznia 2026 r. do podejmowania działań w zakresie właściwości Komisji Nadzoru Finansowego, w tym do wydawania postanowień i decyzji administracyjnych, w sprawach należących do zadań komórek organizacyjnych wchodzących w skład Pionu Nadzoru nad Rynkiem Kapitałowym

Komisja Nadzoru Finansowego

I. udziela zgody na zaproponowanie przez ACCIONA Consttrucción Polonia, S.L. w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki Mostostal Warszawa S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”) ceny niespełniającej kryteriów określonych w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie, ale nie niższej niż wartość godziwa tych akcji, tj. ceny nie niższej niż 2,75 zł (dwa złote, siedemdziesiąt pięć groszy) za jedną akcję Spółki.

II. określa, że termin, w którym powinno nastąpić ogłoszenie wezwania po cenie wskazanej w pkt I niniejszej decyzji, upływa:

a) z dniem następującym po trzech miesiącach od dnia zwiększenia udziału przez ACCIONA Consttrucción Polonia, S.L. w ogólnej liczbie głosów w Spółce, albo

b) w terminie 5 (pięciu) dni roboczych od dnia zakończenia okresu zamkniętego[1], przypadającego po trzech miesiącach od dnia zwiększenia udziału przez ACCIONA Consttrucción Polonia, S.L. w ogólnej liczbie głosów w Spółce

- w zależności od tego, który z terminów wskazanych w ppkt a) i b) nastąpi później,

<u>jednak nie później niż do dnia 23 października 2027 r.</u>

[1] Okres zamknięty, w znaczeniu nadanym mu przez art. 19 ust. 11 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1) to okres 30 dni kalendarzowych poprzedzających ogłoszenie raportu śródrocznego lub rocznego, w którym obowiązuje całkowity zakaz transakcji na instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

UZASADNIENIE

ACCIONA Consttrucción Polona, S.L. („Wnioskodawca" lub „Strona"), główny akcjonariusz Mostostal Warszawa S.A. z siedzibą w Warszawie, złożył w dniu 25 maja 2026 r. na podstawie art. 79 ust. 4a ustawy o ofercie wniosek o udzielenie przez Komisję Nadzoru Finansowego („Komisja") zgody na zaoferowanie w planowanym wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji Spółki ceny, która nie spełnia kryteriów, o których mowa w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie. Cena, która została zaproponowana przez Wnioskodawcę w przedmiotowym wniosku wynosiła 1,00 zł (jeden złoty zero groszy) za jedną akcję Spółki. Wniosek Strony został złożony przed powstaniem obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich akcji Spółki, a przyczyną złożenia wniosku jest trwałe, istotne i nieincydentalne pogorszenie kondycji finansowej Spółki.

W uzasadnieniu wniosku Strona podniosła, że zarząd Spółki podjął pilne działania mające na celu jej dokapitalizowanie, polegające na umieszczeniu w porządku Walnego Zgromadzenia Spółki uchwały w sprawie podwyższenia jej kapitału zakładowego w drodze emisji akcji, przy czym, w opinii Wnioskodawcy, powodzenie emisji akcji Spółki zależy w znacznym stopniu od objęcia akcji Spółki przez Stronę.

Jednocześnie Wnioskodawca wskazał, że, zgodnie z art. 28 ust. 5 ustawy z dnia z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2022 poz. 872 ze zm., dalej: „ustawa nowelizująca"), w sytuacji gdy Strona w ramach planowanego podwyższenia kapitału zakładowego nabędzie akcje nowej emisji Spółki, to zwiększeniu ulegnie udział Strony w ogólnej licznie głosów w Spółce i po stronie Wnioskodawcy powstanie obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji Spółki.

Ze względu na to, że intencją Wnioskodawcy jest wzięcie udziału w podwyższeniu kapitału zakładowego proponowanego przez Zarząd Spółki, w opinii Strony udzielenie przez Komisję zgody na ogłoszenie wezwania po cenie niespełniającej kryteriów, o których mowa w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie, lecz odpowiadającej wartości godziwej akcji Spółki, umożliwi dokapitalizowanie Spółki i w związku z tym kontunuowanie jej działalności oraz pomoże zapobiec scenariuszom restrukturyzacyjnym lub upadłościowym.

Do wniosku z 25 maja 2026 r. Wnioskodawca załączył wycenę wartości godziwej akcji Spółki, która została sporządzona na dzień 20 maja 2026 r. przez firmę audytorską Deloitte Assurance Polska sp. z o.o. sp. k. („Wycena Deloitte").

Zgodnie z Wyceną Deloitte wartość godziwa jednej akcji Spółki na dzień 20 maja 2026 r. wynosiła zero złotych. Wobec tego Wnioskodawca stwierdził, że 1,00 zł (jeden złoty zero groszy) zł za jedną akcję Spółki, którą proponuje Strona w swoim wniosku przewyższa wartość godziwą Spółki, co czyni zadość materialnej przesłance udzielenia zgody określonej w art. 79 ust. 4b ustawy o ofercie.

Komisja w dniu 12 czerwca 2026 r. oraz 18 czerwca 2026 r., działając na podstawie art. 79a § 1 i 2 w zw. z art. 10 KPA, wystosowała do Wnioskodawcy dwa pisma, w których wskazała przesłanki zależne od Wnioskodawcy, które nie zostały wykazane we wniosku Strony, co mogło skutkować wydaniem decyzji niezgodnej z żądaniem Wnioskodawcy. Strona

pismami z dnia 18 czerwca 2026 r. oraz 22 czerwca 2026 r. udzieliła odpowiedzi na powyższe pisma, udzielając stosownych informacji i wyjaśnień.

Ze względu na powzięcie wątpliwości co do prawidłowości wyceny akcji Spółki przedstawionej w Wycenie Deloitte, która została załączona do wniosku Strony, w dniu 7 lipca 2026 r. na podstawie art. 79 ust. 4c ustawy o ofercie Komisja wydała postanowienie w przedmiocie zlecenia firmie audytorskiej sporządzenia wyceny akcji Spółki według wartości godziwej na dzień 20 maja 2026 r.

W dniu 21 sierpnia 2026 r. UKNF zawarł z SWGK Audyt Polska sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu („SWGK") umowę zlecenia, na podstawie której SWGK miał dokonać wyceny akcji Spółki sporządzonej według wartości godziwej na dzień 20 maja 2026 roku. SWGK, realizując postanowienia przedmiotowej umowy, przekazał do UKNF w dniu 15 października 2026 r. raport z wyceny wartości godziwej akcji Spółki („Wycena SWGK"). Zgodnie z Wyceną SWGK wartość godziwa 1 akcji Spółki na dzień 20 maja 2026 r. wyniosła 2,75 zł. Wycena SWGK została przeprowadzona przy założeniu kontynuowania działalności przez Spółkę w przyszłości[2].

W dniu 19 października 2026 r. Wnioskodawca, działając na podstawie art. 79 ust. 4a ustawy o ofercie, zmodyfikował żądanie zawarte we wniosku z dnia 25 maja 2026 r., wnosząc o udzielenie przez Komisję zgody na zaoferowanie w planowanym wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji Spółki ceny w wysokości 2,75 zł (słownie: dwa złote siedemdziesiąt pięć groszy) jako ceny niespełniającej kryteriów, o których mowa w art. 79 ust. 1 pkt 1 oraz ust. 2 ustawy o ofercie, lecz równej wartości godziwej akcji Spółki wskazanej w Wycenie SWGK. W zmodyfikowanym wniosku Strona zawnioskowała również do Komisji o określenie, że ogłoszenie wezwania po cenie wskazanej wnioskiem Strony upływa (i) z dniem następującym po trzech miesiącach od dnia zwiększenia udziału przez Wnioskodawcę w ogólnej liczbie głosów w Spółce, albo (ii) w terminie 5 (pięciu) dni roboczych od dnia zakończenia okresu zamkniętego, przypadającego po trzech miesiącach od dnia zwiększenia udziału przez Stronę w ogólnej liczbie głosów w Spółce.

Po dokonaniu analizy powyższego stanu faktycznego Komisja zważyła, co następuje.

Wnioskodawca, przed powstaniem obowiązku, o którym mowa w art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie w zw. art. 28 ust. 5 ustawy nowelizującej, złożył wniosek o udzielenie przez Komisję zgody na zaoferowanie w planowanym wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji Spółki ceny, która nie spełnia kryteriów, o których mowa w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie.

Wniosek, o którym mowa w art. 79 ust. 4a i nast. ustawy o ofercie publicznej, pomimo że został złożony przez Wnioskodawcę jeszcze przed powstaniem obowiązku określonego w art. 73 ust. 1 tej ustawy, został przez Komisję rozpoznany. Strona w swoim wniosku uprawdopodobniła bowiem, że ze względu na planowany udział w emisji akcji Spółki, obowiązek ogłoszenia przez Wnioskodawcę wezwania do zapisywania się na sprzedaż

[2] założenie to każdorazowo oznacza, że: (1) kierownictwo Spółki będzie wdrażało tylko te strategie finansowe i operacyjne, które mają na celu maksymalizację wartości jednostki gospodarczej oraz (2) nie ma niepewności, co do przyszłych zdarzeń (takich jak ryzyko ponoszenia powtarzających się strat na działalności operacyjnej lub złej sytuacji finansowej), które podważałyby zasadnicze domniemanie o zdolności do kontynuowania działalności.

wszystkich pozostałych akcji Spółki prawdopodobnie zmaterializuje się w najbliższej przyszłości. Jednocześnie złożenie przez Stronę wniosku *ex ante*[3], w opinii Komisji, nie zmierzało do obejścia obowiązujących przepisów prawa, lecz służyło odpowiedniemu zaplanowaniu transakcji oraz zminimalizowaniu ryzyka nadzorczego związanego z planowaną emisją akcji Spółki.

W ocenie Komisji rozpatrzenie wniosku Strony było zatem zasadne i służyło zapewnieniu funkcjonowania rynku kapitałowego w sposób prawidłowy, co jest zbieżne z nadrzędnym celem nadzoru, o którym mowa w art. 4 u.n.r.k[4]. Jednocześnie, zdaniem Komisji, nierozpatrzenie wniosku Strony złożonego w przedmiotowej sprawie mogłoby utrudnić procesy korporacyjne wewnątrz Spółki oraz zagrozić uzasadnionemu interesowi akcjonariuszy.

Powodem złożenia wniosku przez Wnioskodawcę było uznanie Strony, że obecna cena rynkowa akcji, którą należałoby zaproponować akcjonariuszom w wezwaniu, ustalona zgodnie z art. 79 ustawy o ofercie, znacznie odbiega od wartości godziwej z powodu trwałego, istotnego i nieincydentalnego pogorszenia kondycji finansowej Spółki.

Co do zasady, cena akcji w wezwaniu obowiązkowym, ustalana jest w oparciu o kryteria opisane w art. 79 ust.1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie. Jednakże, zgodnie z art. 79 ust. 4a ustawy o ofercie, wzywający może zwrócić się do Komisji z wnioskiem o udzielenie zgody na zaproponowanie w wezwaniu ceny niespełniającej tych kryteriów, gdy średnia cena rynkowa akcji ustalona zgodnie z art. 79 ust. 1 pkt 1 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.

W ocenie Komisji w niniejszej sprawie wystąpiły okoliczności, które świadczą o znacznym pogorszeniu sytuacji finansowej lub majątkowej Spółki. Strona w swoim wniosku wykazała również, że pogorszenie to było następstwem zdarzeń lub okoliczności o charakterze obiektywnym i pozostającym poza sferą możliwości przewidzenia lub zapobieżenia przez Spółkę. Okoliczności te zostały wskazane przez Stronę we wniosku oraz potwierdzone wynikami analizy UKNF, sporządzonej w niniejszej sprawie.

W ocenie Komisji w przedmiotowej sprawie Strona uprawdopodobniła również, że cena rynkowa akcji ustalona zgodnie z art. 79 ust. 1 pkt 1 znacznie odbiega od wartości godziwej tych akcji. Wnioskodawca wykazał, że płynność w obrocie akcjami Spółki jest obecnie ograniczona, a Spółka posiada ujemne kapitały własne, strukturalne problemy z płynnością finansową oraz trudności z pozyskaniem finansowania zewnętrznego.

Komisja uznała, że skoro wartość akcji Spółki oszacowana metodą dochodową oraz majątkową przyjmuje wartości ujemne[5], to część transakcji dokonywanych w obrocie akcjami Spółki może mieć obecnie charakter spekulacyjny, co w warunkach ograniczonej płynności na akcjach Spółki uniemożliwia właściwe ustalenie ceny w wezwaniu do zapisywania się na

[3] tj. przed powstaniem obowiązku o określonego w art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie.
[4] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2024 r. poz.1161 ze zm.).
[5] Fakt ten potwierdziła zarówno Wycena Deloitte, jak i Wycena SWGK.

sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji Spółki w oparciu o kryteria opisane w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie. W ocenie Komisji, mając na względzie stan faktyczny niniejszej sprawy, tak ustalona cena nie stanowiłaby sprawiedliwego i zgodnego z celami przepisów ustawy o ofercie punktu odniesienia dla wartości akcji skupowanych w ramach wezwania. Cena akcji ukształtowana w takich warunkach nie odzwierciedla bowiem rzeczywistej wartości ekonomicznej Spółki, a jedynie wypadkową pojedynczych, niewielkich transakcji zawieranych w obrocie przez wąski krąg uczestników rynku w warunkach możliwej nierównowagi podaży i popytu.

Zdaniem Komisji ustalenie ceny w planowanym wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji Spółki w oparciu o kryteria określone w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie mogłoby być zatem nieadekwatne i niewspółmiernie zawyżone w stosunku do wartości godziwej akcji Spółki. Co do zasady bowiem cena rynkowa akcji powinna stanowić efektywny nośnik informacji o wartości spółki, jednak założenie to ma charakter względny i traci aktualność w sytuacjach nadzwyczajnych, w których znajduje się obecnie Spółka.

Wobec powyższego, w ocenie Komisji, w niniejszej sprawie zaistniały podmiotowe oraz przedmiotowe przesłanki uprawniające Stronę do wystąpienia z wnioskiem o zaproponowanie w potencjalnym wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji Spółki ceny, która nie spełnia kryteriów opisanych w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie.

Spełnienie warunków, o których mowa w art. 79 ust. 4a ustawy o ofercie, nie jest jednak wystarczające dla wyrażenia zgody przez Komisje na zaproponowanie w wezwaniu ceny niższej niż minimalna przewidziana właściwymi przepisami. Art. 79 ust. 4b ustawy o ofercie stanowi bowiem, że Komisja może udzielić zgody na zaproponowanie ceny niespełniającej kryteriów, o których mowa w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie, wyłącznie gdy proponowana cena nie jest niższa od wartości godziwej akcji, a ogłoszenie wezwania nie naruszy uzasadnionego interesu akcjonariuszy.

Mając na względzie treść art. 79 ust. 4b ustawy o ofercie, Komisja zobowiązana jest zatem w trakcie prowadzenia postępowania administracyjnego w przedmiocie rozpatrzenia wniosku złożonego w trybie art. 79 ust. 4a ustawy o ofercie do zweryfikowania, czy ogłoszenie wezwania na warunkach określonych we wniosku Strony nie naruszy uzasadnionego interesu akcjonariuszy a także, czy proponowana cena nie jest niższa od wartości godziwej akcji. W przypadku powzięcia przez Komisję wątpliwości w tym zakresie, organ ten zobowiązany jest do podjęcia adekwatnych środków dostępnych w postępowaniu, które należycie wyjaśnią wątpliwości dotyczące wartości godziwej akcji oraz czy istnieje zagrożenie dla uzasadnionego interesu akcjonariuszy, w szczególności akcjonariuszy mniejszościowych. Na gruncie niniejszej sprawy organ nadzoru nad rynkiem finansowym powziął takie wątpliwości.

W trakcie postępowania administracyjnego Komisja wystosowała na podstawie art. 79a § 1 i 2 w zw. z art. 10 KPA do Strony stosowne pisma, w których wskazała Wnioskodawcy na konieczność uzupełnienia informacji co do spełnienia przesłanek wymaganych do udzielenia zgody w postępowaniu. Wśród zgłoszonych wątpliwości wskazano m.in. na (i) nieuwzględnienie w Wycenie Deloitte wpływu umowy w sprawie realizacji zadania pn.: "Rozbudowa terminalu pasażerskiego Kraków Airport etap I - część T6”, co może rodzić wątpliwości co do prawidłowości określonej w Wycenie Deloitte wartości godziwej akcji Spółki,

ponadto że (ii) odstąpienie od kontraktu S19 Domaradz-Iskrzynia przez Spółkę, może budzić wątpliwości w kontekście uznania go za zdarzenie obiektywnie niezależne od woli Spółki, a także, że (iii) zawarcie przez Spółkę aneksu do kontraktu na zaprojektowanie i budowę drogi ekspresowej S19, którego przedmiotem jest zwiększenie maksymalnej wartości zobowiązania z 2 772,13 mln zł do 3 039,75 mln zł może wpływać na wartość godziwą akcji Spółki. Poinformowano przy tym Wnioskodawcę, że okoliczności te mogą skutkować wydaniem decyzji niezgodnej z żądaniem Strony. W odpowiedzi na wątpliwości Komisji Strona przedstawiła wyjaśnienia, w których odniosła się w sposób wyczerpujący do poszczególnych kwestii.

Zgodnie z art. 79 ust. 4c ustawy o ofercie do wniosku załącza się wycenę akcji spółki sporządzoną według wartości godziwej, na dzień przypadający nie wcześniej niż 14 dni przed złożeniem wniosku, przez firmę audytorską. W razie powzięcia wątpliwości co do prawidłowości wyceny załączonej do wniosku Komisja może zlecić sporządzenie wyceny firmie audytorskiej. Komisja powzięła takie wątpliwości w stosunku do Wyceny Deloitte. Z tego powodu Komisja zleciła firmie audytorskiej SWGK sporządzenie wyceny akcji Spółki według wartości godziwej na ten sam dzień, na który sporządzona została Wycena Deloitte. Zgodnie z Wyceną SWGK wartość godziwa 1 akcji Spółki na dzień 20 maja 2026 r. wyniosła 2,75 zł.

Wnioskodawca, mając na względzie wyniki wyżej wspomnianej wyceny postanowił zaktualizować w dniu 19 października 2026 r. swój wniosek z 25 maja 2026 r. w ten sposób, że wniósł o udzielenie przez Komisję zgody na zaproponowanie w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji Spółki ceny w wysokości 2,75 zł (dwa złote siedemdziesiąt pięć groszy) za jedną akcję Spółki.

Mając na względzie, że cena, jaka ma zostać zaproponowana w wezwaniu, wskazana w zmienionym żądaniu wniosku Strony wynosi 2,75 zł, nie jest ona niższa od wartości godziwej tych akcji ustalonej w Wycenie SWGK, sporządzonej na zlecenie UKNF, Komisja postanowiła wyrazić zgodę na zaproponowanie w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji Spółki ceny w wysokości 2,75 zł (słownie: dwa złote siedemdziesiąt pięć groszy) za jedną akcję. W opinii Komisji ogłoszenie wezwania po takiej cenie nie naruszy uzasadnionych interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

Podkreślić należy, że cena godziwa jednej akcji Spółki, która została ustalona w Wycenie SWGK nie opiera się ostatecznie na metodzie dochodowej, czy majątkowej (wyniki tych wycen miały bowiem wartość ujemną), lecz jest oszacowana na podstawie danych transakcyjnych (tj. na podstawie średniej ceny akcji Spółki wyrażonej ważoną wolumenem obrotu z okresu trzech miesięcy poprzedzających dzień wyceny) skorygowanych o odpowiednie dyskonto[6] wynikające z ograniczonej płynności w obrocie akcjami Spółki.

[6] Do oszacowania dyskonta zastosowano model wpływu zleceń na cenę oparty na prawie pierwiastka kwadratowego. Współczynnik wrażliwości ceny na wolumen (k = 1,49%) wyznaczono metodą najmniejszych kwadratów na podstawie 111 sesji z okresu sześciu miesięcy poprzedzających dzień wyceny. Dzięki temu odzwierciedla on faktyczną płynność akcji Mostostal Warszawa S.A., w tym ich ograniczony *free float* i relatywnie niski typowy obrót. Dyskonto wynika więc wprost z obserwowanego zachowania kursu. Kalibrację przeprowadzono z wyłączeniem sesji o wolumenie przekraczającym 60 000 akcji, na których zmiany kursu były potencjalną reakcją na publikację istotnych informacji dotyczących Spółki. Pozwoliło to oddzielić wpływ samego obrotu na cenę od wpływu informacji. Jako miarę typowego obrotu przyjęto medianę dziennego wolumenu (9 122 akcji). Skala wyznaczonego dyskonta odzwierciedla skrajną wielkość pakietu dotyczącego celu wyceny względem płynności rynku. Cena rynkowa obserwowana dla pojedynczych, niewielkich transakcji nie odzwierciedla wartości, jaką można uzyskać za pakiet wynikający z celu wyceny. Wysokie dyskonto jest zatem ekonomiczną konsekwencją niskiej płynności akcji spółki. Dyskonto zastosowano do średnich cen ważonych wolumenem z okresów trzech i sześciu miesięcy przed dniem wyceny.

W ocenie Komisji ustalenie ceny w wezwaniu na akcje Spółki na poziomie ceny godziwej zarekomendowanej przez SWGK w pełni zabezpiecza interesy akcjonariuszy. Wycena SWGK uwzględnia bowiem rzeczywiste transakcje zawierane w obrocie akcjami, co odpowiada podstawowej regule ustalania ceny wskazanej w art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie, jednak poprzez zastosowanie odpowiedniego dyskonta uwzględnia również specyficzną rzeczywistość rynkową Spółki.

W opinii Komisji, cena akcji zgodna z Wyceną SWGK pozwoli zabezpieczyć interesy wszystkich akcjonariuszy. Z jednej strony umożliwi bowiem akcjonariuszom mniejszościowym Spółki wyjście z inwestycji po cenie odpowiadającej wartości godziwej, z drugiej zaś strony, uwzględni również interes Strony jako akcjonariusza większościowego, umożliwiając mu dokapitalizowanie Spółki zgodnie z intencją wyrażoną we wniosku.

Mając na uwadze wszystkie powyższe okoliczności, Komisja postanowiła udzielić zgody na zaproponowanie przez Wnioskodawcę w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji Spółki ceny niespełniającej kryteriów określonych w art. 79 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 ustawy o ofercie, tj. ceny nie niższej niż 2,75 zł (dwa złote siedemdziesiąt pięć groszy) za jedną akcję Spółki.

Wykazana przez Wnioskodawcę intencja dokapitalizowania Spółki poprzez udział w podwyższeniu kapitału zakładowego zmierza bezpośrednio do zabezpieczenia jej zdolności do dalszego funkcjonowania oraz proporcjonalnie wyważa interesy wszystkich akcjonariuszy, co jest zbieżne z ustawowymi celami nadzoru nad rynkiem kapitałowym, określonymi w art. 4 u.n.r.k., polegającymi na zapewnianiu przez Komisję prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu. W opinii Komisji powyższa okoliczność również jest powodem, dla którego zgoda powinna być wydana, a wniosek Strony zasługuje na uwzględnienie.

Zgodnie z art. 79 ust. 4b *in fine* ustawy o ofercie Komisja może w decyzji określić termin, w ciągu którego powinno nastąpić ogłoszenie wezwania po cenie wskazanej w decyzji. Mając na względzie uprawnienie wynikające z tego przepisu Komisja postanowiła przychylić się do wniosku Strony i określić, że ogłoszenie przedmiotowego wezwania po powyższej cenie powinno nastąpić z dniem następującym po trzech miesiącach od dnia zwiększenia udziału przez Stronę w ogólnej liczbie głosów w Spółce, albo w terminie 5 (pięciu) dni roboczych od dnia zakończenia okresu zamkniętego przypadającego po trzech miesiącach od dnia zwiększenia udziału przez Wnioskodawcę w ogólnej liczbie głosów w Spółce, w zależności od tego, który z tych terminów nastąpi później. Mając na uwadze konieczność zapewnienia adekwatności oraz aktualności wyceny wartości godziwej akcji, a także realizację zasady pewności obrotu i ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych poprzez wyznaczenie ostatecznych ram czasowych na realizację obowiązku, Komisja zdecydowała dodatkowo, że termin na ogłoszenie wezwania po cenie nie niższej niż 2,75 zł za jedną akcję Spółki upływa w dniu 23 października 2027 r.

Mając na uwadze powyższe Komisja orzekła jak w osnowie.

POUCZENIE

1. Strona niezadowolona z niniejszej decyzji administracyjnej, zgodnie z art. 127 § 3 k.p.a. w związku z art. 11 ust. 6 u.n.r.f., może zwrócić się do Komisji Nadzoru Finansowego z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy. Zgodnie z art. 129 § 2 k.p.a. w związku z art. 127 § 3 *in fine* k.p.a. wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy wnosi się w terminie 14 dni od dnia doręczenia niniejszej decyzji stronie bezpośrednio do Komisji Nadzoru Finansowego.

2. W trakcie biegu czternastodniowego terminu do wniesienia wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy strona, zgodnie z art. 127a § 1 k.p.a. w związku z art. 127 § 3 *in fine* k.p.a., może zrzec się prawa do zwrócenia się do Komisji Nadzoru Finansowego z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy od niniejszej decyzji administracyjnej. Stosownie do art. 127a § 2 i art. 130 § 4 k.p.a., z dniem doręczenia Komisji Nadzoru Finansowego oświadczenia o zrzeczeniu się prawa do wniesienia wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy przez ostatnią ze stron postępowania, decyzja administracyjna stanie się ostateczna i prawomocna, a także podlegać będzie wykonaniu przed upływem terminu do wniesienia wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy. Zgodnie z art. 16 § 1 k.p.a., decyzją ostateczną, jest decyzja, od której nie służy wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy, a jej uchylenie lub zmiana, stwierdzenie nieważności oraz wznowienie postępowania może nastąpić tylko w przypadkach przewidzianych w k.p.a. lub ustawach szczególnych. Z kolei, zgodnie z art. 16 § 3 k.p.a., decyzją prawomocną jest decyzja ostateczna, której nie można zaskarżyć do sądu administracyjnego.

3. Zgodnie z art. 52 § 3 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz. U. z 2026 r. poz. 143 ze zm., dalej: „Ppsa”), strona może wnieść skargę do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie na niniejszą decyzję administracyjną bez uprzedniego skorzystania z prawa do zwrócenia się do Komisji Nadzoru Finansowego z wnioskiem o ponowne rozpatrzenie sprawy. Zgodnie z art. 53 § 1 Ppsa skargę należy wnieść w terminie 30 dni od dnia doręczenia niniejszej decyzji administracyjnej stronie. Skargę do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie wnosi się za pośrednictwem Komisji Nadzoru Finansowego (art. 54 § 1 Ppsa). Skargę w formie dokumentu elektronicznego wnosi się do elektronicznej skrzynki podawczej Komisji Nadzoru Finansowego (art. 54 § 1a Ppsa). Elektroniczna skrzynka podawcza funkcjonuje w ramach elektronicznej Platformy Usług Administracji Publicznej (ePUAP). Od skargi na niniejszą decyzję administracyjną na podstawie § 2 ust. 6 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 16 grudnia 2003 r. w sprawie wysokości oraz szczegółowych zasad pobierania wpisu w postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz. U. z 2021 r., poz. 535) jest pobierany wpis stały w wysokości 200 zł. W przypadku złożenia skargi do sądu administracyjnego stronie, zgodnie z art. 243 § 1 Ppsa, na jej wniosek złożony przed wszczęciem postępowania sądowoadministracyjnego lub w toku tego postępowania, przysługuje prawo pomocy. Zgodnie z art. 244 § 1 Ppsa prawo pomocy obejmuje zwolnienie od kosztów sądowych

oraz ustanowienie adwokata albo radcy prawnego. Szczegółowe zasady prawa pomocy regulują przepisy zawarte w art. 243–262 Pps.