

Zestawienie uwag do projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (projekt z dnia 25.04.2014 r.)

L.p.	Przepis	Jednostka zgłaszająca	Treść uwagi
1	Uwagi ogólne	Giełda Papierów Wartościowych	<u>Uwagi ogólne:</u> 1. Odnosząc się do propozycji zmian przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. <i>o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych</i> („ustawa o ofercie”) w zakresie wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółek publicznych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. pragnie zwrócić uwagę na potrzebę ponownej, uważnej analizy przyjętego w Projekcie progu przejęcia kontroli w spółce publicznej. W ocenie Giełdy konieczne i zasadne wydaje się zwłaszcza dokonanie pogłębionej analizy wpływu projektowanej regulacji na polski rynek kapitałowy i konsekwencji jakie spowodują one dla emitentów i ich akcjonariuszy. Bez poznania wyników takich analiz trudno jest dokonać prawidłowej oceny propozycji zmian zawartych w Projekcie. Wskazać należy, że w przekazanym wraz z Projektem dokumencie pt.: „<i>Założenia do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych</i>” („<i>Założenia</i>”) brak jest jakichkolwiek danych, które wskazywałyby, że rzeczywiście faktyczny próg przejęcia kontroli w spółkach publicznych na rynku polskim kształtuje się na poziomie zbliżonym do 33¹/₃% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. W <i>Założeniach</i> stwierdza się jedynie, że „<i>aktualny stan prawny, odnoszący się do instytucji wezwań, w szczególności z uwagi m.in. na strukturę akcjonariatu polskich emitentów – nieadekwatny do warunków panujących na polskim rynku kapitałowym, stwarza sytuację, w której interesy akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych nie są wystarczająco chronione.</i>” Giełda jak najbardziej opowiada się za wprowadzeniem na poziomie ustawy o ofercie mechanizmów gwarantujących ochronę interesu akcjonariuszy mniejszościowych, niemniej jednak skutek ten może zostać osiągnięty za pomocą innych środków niż poprzez radykalne obniżenie progu przejęcia kontroli w spółce publicznej, tj. z obecnych 66% do 33¹/₃% ogólnej liczby głosów. <u>W ocenie Giełdy zaangażowanie na poziomie 33¹/₃% nie musi w przypadku wielu emitentów krajowych oznaczać faktycznego przejęcia kontroli i dlatego postulujemy jego podwyższenie.</u> Jak wskazywała Giełda w trakcie wcześniejszych prac legislacyjnych nad nową konstrukcją wezwań (<i>pismo GPW z 24 września 2010 r., nr GPW/BL/W/1935/2010</i>) przy ustalaniu progu, którego przekroczenie powodować będzie konieczność ogłoszenia tzw. <i>obowiązkowego wezwania na wszystkie pozostałe akcje</i> należy mieć na względzie przede wszystkim charakter rodzimych emitentów oraz strukturę ich akcjonariatu, a nie dążenie do wprowadzenia konstrukcji wezwań jak najbardziej zbliżonej do modelu występującego na rynkach europejskich. Podkreślenia wymaga, że Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w <i>sprawie ofert przejęcia</i> nie określa ani minimalnego ani maksymalnego

		udziału w ogólnej liczbie głosów, którego przekroczenie oznaczałoby przejście kontroli nad spółką, pozostawiając uprawnienie do określenia tego udziału w gestii każdego państwa członkowskiego, tak by kształtując regulacje krajowe możliwe było uwzględnienie specyfiki każdego rynku. W tym kontekście, Giełda nie znajduje formalnego, wynikającego z przepisów europejskich uzasadnienia dla tak rygorystycznego obniżenia progu, który inicjować miałyby po stronie akcjonariusza obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki. Trudno także na gruncie przepisów Kodeksu spółek handlowych uznać, że osiągnięcie w spółce zaangażowania na poziomie zbliżonym do 33% daje akcjonariuszowi rzeczywiście kontrolę nad spółką w każdym aspekcie jej działalności, a w szczególności możliwość samodzielnego powoływania członków zarządu czy rady nadzorczej. Nie oznacza to oczywiście, że w pewnych sytuacjach pakiet akcji dający $33\frac{1}{3}\%$ ogólnej liczby głosów nie będzie, przy niewielkiej aktywności pozostałych akcjonariuszy, faktycznie pakietem kontrolnym, a akcjonariusz wykonujący prawo głosu z tych akcji akcjonariuszem kontrolującym spółkę. Podkreślić należy jednakże, że o sytuacji takiej decydować będzie nie tylko wielkość posiadanego pakietu akcji, ale również szereg innych okoliczności, jak chociażby pasywna postawa pozostałych akcjonariuszy. Dlatego trudno, bez odniesienia się do analiz obrazujących sposób wykonywania przez akcjonariuszy spółek publicznych prawa głosu z posiadanych akcji, dostrzec argumenty, które przemawiałyby za tym jednoznacznym przesądzeniem, że poziom zaangażowania w spółce publicznej wynoszący $33\frac{1}{3}\%$ ogólnej liczby głosów odpowiada w praktyce faktycznie osiągnięciu kontroli w spółce. Giełda wyraża obawy, że ustanowienie momentu statuującego obowiązek ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki już na poziomie $33\frac{1}{3}\%$ ogólnej liczby głosów będzie skutkować zniechęceniem inwestorów do zwiększenia swojego poziomu zaangażowania w spółkach publicznych, co w konsekwencji negatywnie wpłynie na możliwość pozyskiwania przez emitentów finansowania poprzez rynek kapitałowy. Może to również stanowić okoliczność ograniczającą zainteresowanie danym emitentem ze strony potencjalnego inwestora strategicznego, jak też negatywnie wpłynąć na plany spółki związane z wejściem na giełdę. Należy mieć na względzie, że przeprowadzenie wezwania z zachowaniem wszystkich narzuconych przez prawo warunków nie jest procesem łatwym i wymaga znacznego nakładu środków finansowych. Należy zwrócić uwagę, że wśród akcjonariuszy większościowych spółek notowanych na organizowanym przez GPW rynku regulowanym liczną grupę stanowią akcjonariusze posiadający 35% i więcej głosów na walnym zgromadzeniu. Oznacza to, że po przyjęciu rozwiązań zaproponowanych w Projekcie dochodzić będzie do sytuacji, w której obowiązek ogłoszenia wezwania spoczywać będzie w praktyce na akcjonariuszu posiadającym w chwili wejścia w życie projektowanej regulacji pakiet akcji dający mu udział w ogólnej liczbie głosów na poziomie mniejszym, ale zbliżonym do $33\frac{1}{3}\%$, podczas gdy akcjonariusz posiadający w momencie wejścia w życie niniejszej nowelizacji pakiet akcji większy niż $33\frac{1}{3}\%$ ogólnej liczby głosów, w tym akcjonariusz posiadający w rzeczywistości pakiet kontrolny, nie będzie podlegał obowiązkowi ogłoszenia wezwania, aż do momentu osiągnięcia zaangażowania na poziomie przekraczającym 66% ogólnej liczby głosów. Giełda nie
--	--	--

		znajduje uzasadnienia dla takiego ukształtowania przepisów, tym bardziej, że nakładają one na akcjonariusza ogłaszającego wezwanie po przekroczeniu progu $33\frac{1}{3}\%$ obowiązek ustanowienia zabezpieczenia w wysokości 100% wartości akcji, które mają być przedmiotem wezwania. Oznacza to w praktyce, że przy przekroczeniu progu $33\frac{1}{3}\%$ ogólnej liczby głosów zabezpieczenie będzie musiało wynosić ponad 66% wartości akcji danej spółki, co można stanowić znaczne obciążenie finansowe. Mając powyższe na uwadze, Giełda opowiada się za podwyższeniem udziału w ogólnej liczbie głosów, którego przekroczenie powodować będzie obowiązek ogłoszenia wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki publicznej i ukształtowanie go, w zależności od wyniku dokonanych analiz, na poziomie jak najpełniej uwzględniającym interesy krajowych emitentów oraz dalsze perspektywy rozwoju polskiego rynku kapitałowego. W ocenie Giełdy należy rozważyć czy za przejęcie kontroli w spółce publicznej nie powinno zostać uznane przekroczenie progu 50% ogólnej liczby głosów, czyli próg, który obiektywnie, z punktu widzenia formalnego, zapewnia akcjonariuszowi posiadającemu taki pakiet akcji sprawowanie kontroli w spółce. <u>Giełda jest w stanie oczywiście zaakceptować niższy próg przejęcia kontroli, o ile jego wysokość znajdzie oparcie w przeprowadzonych analizach.</u> 2. Kolejną kwestią, która w ocenie Giełdy wymaga ponownej weryfikacji jest przyjęty w Projekcie kształt przepisów dotyczących zasad określenia ceny w wezwaniach ogłaszanych w odniesieniu do akcji będących przedmiotem obrotu wyłącznie w alternatywnym systemie obrotu („ASO”). Giełda nie jest zwolennikiem pełnego rozciągania reżimu wezwań ogłaszanych na rynku regulowanym, w tym reżimu dotyczącego ceny akcji w wezwaniu, na spółki, których akcje są przedmiotem obrotu wyłącznie w ASO. Niemniej za niewystarczające, zdaniem Giełdy, uznać należy takie rozwiązanie, które nawet w sytuacji, gdy ustawa nakłada na akcjonariusza (akcjonariuszy) spółki notowanej w ASO obowiązek ogłoszenia wezwania (zniesienie dematerializacji akcji) nie zapewnia pozostałym akcjonariuszom możliwości uzyskania jak najlepszej ceny z tytułu sprzedaży posiadanych akcji. Giełda stoi na stanowisku, że w sytuacji zniesienia dematerializacji akcji i wycofania akcji spółki publicznej z obrotu zorganizowanego akcjonariusze pozostali w spółce, i to bez względu na miejsce notowania akcji tej spółki (rynek regulowany, ASO), powinni korzystać z analogicznych gwarancji w zakresie ustalania ceny należnej im z tytułu sprzedaży tych akcji. Zasady ustalania ceny akcji w wezwaniu ogłaszanym w przypadku zniesienia dematerializacji akcji w celu wycofania akcji z obrotu w ASO powinny być analogiczne do tych obowiązujących w takiej sytuacji na rynku regulowanym. Warto zwrócić przy tym uwagę, że praktyka taka, potwierdzona przez Urząd KNF, stosowana jest już na rynku i kilku emitentów, których akcje notowane były na rynku NewConnect przeprowadziło operację wycofania akcji z obrotu w oparciu o obecne przepisy art. 77-79, zgodnie z dyspozycją obowiązującego art. 91 ust. 6 ustawy o ofercie. W ocenie Giełdy rozwiązania dedykowane rynkowi regulowanemu są m.in. w zakresie ustalania ceny akcji w wezwaniu ogłaszanym na „wyjście” zdecydowanie korzystniejsze dla akcjonariuszy, niż te zaproponowane dla rynku ASO w projektowanym art. 91 ust. 6b Projektu i z tego też względu należy dążyć do ich utrzymania.
--	--	---

			Analogicznie wygląda sytuacja na tle art. 82 i 83 ustawy o ofercie, tj. przy dokonywaniu przymusowego wykupu i żądaniu przymusowego odkupu akcji, w których to sytuacjach cena akcji wypłacana akcjonariuszom mniejszościowym powinna być określana według analogicznych zasad na rynku regulowanym i w ASO, tak by zapewnić równe traktowanie akcjonariuszy tych spółek. Reasumując, Giełda wskazuje na konieczność wyraźnego i niebudzącego wątpliwości, a zarazem zbieżnego z zasadami obowiązującymi na rynku regulowanym, uregulowania zasad określania ceny należnej akcjonariuszom przy wycofaniu z obrotu zorganizowanego akcji spółki notowanej wyłącznie w ASO, jak też w przypadkach, o których mowa w art. 82 i 83 ustawy o obrocie (<i>powinno być ustawy o ofercie – uwaga MF</i>).
2	Uwaga ogólna	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych	Kluczowym jest określenie progu, który decyduje o przejęciu kontroli nad spółką. Wydaje się, na podstawie dotychczasowych doświadczeń, że w praktyce (biorąc oczywiście pod uwagę element udziału akcjonariuszy drobnych w strukturze akcjonariatu) najważniejszym progiem w tym zakresie jest próg $33\frac{1}{3}\%$ głosów na WZA, choć wydaje się że dotychczasowy próg 33% był bardziej czytelny,
3	Uwaga ogólna	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych	Kluczowym elementem nowej regulacji powinny być przepisy przejściowe. Należy jednoznacznie rozstrzygnąć obowiązki podmiotów, które działając według dotychczasowych przepisów wypełniły ciążące na nich obowiązki, a nowa regulacja nie będzie rozstrzygała możliwości nabywania przez nie kolejnych akcji pod rządami znowelizowanej ustawy,
4	Art. 1 pkt 1 lit. b	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych	Art. 4 pkt 27 – należy doprecyzować od kogo zależny ten podmiot
5	Art. 1 pkt 2	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Proponujemy, aby Projekt posługiwał się pojęciami zdefiniowanymi w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („ Ustawa o ofercie ”) albo powiązanych aktach prawnych (tu w szczególności ustawa o obrocie instrumentami finansowymi) lub też definiował je na potrzeby konstruowania poszczególnych norm prawnych, w innym bowiem wypadku w praktyce może powstać szereg niejasności co do treści projektowanych obecnie przepisów. W szczególności IZFiA pragnie wskazać na używane przez projektodawcę pojęcie „zorganizowany system obrotu”, które nie występuje ani w Ustawie o ofercie (pomimo użycia w jej tytule), ani też nie jest definiowane w Projekcie (patrz w szczególności proponowany art. 66 ust. 1 pkt 1 Ustawy o ofercie).
6	Art. 1 pkt 4	Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	Art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie Art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie nakłada na podmiot, który osiągnął lub przekroczył określony w nim próg, obowiązek zawiadomienia o tym Komisji Nadzoru Finansowego. Obowiązek ten winien być wykonany niezwłocznie, nie później jednak niż w terminie czterech lub sześciu dni, w zależności od tego czy zmiana stanu posiadania akcji jest wynikiem transakcji na rynku regulowanym czy też nie. Z uwagi na istniejące rozbieżności w interpretacji terminu w jakim zawiadomienie powinno zostać dokonane, Stowarzyszenie postuluje wprowadzenie zmian jednoznacznie nakładających na podmiot zawiadamiający

			obowiązek dostarczenia zawiadomienia, a nie jak dotychczas wyłącznie zawiadomienia Komisji i spółki we wskazanych powyżej terminie. Przy czym określenie „dostarczenie”, co istotne nie oznacza wyłącznie dostarczenia drogą poczty tradycyjnej, ale uwzględnia w praktyce również takie formy, jak fax, skan, czy też dostarczenie osobiste. Za naruszającą interesy wszystkich uczestników rynku kapitałowego należy uznać obecnie sytuację, w której dany podmiot dopiero w ostatnim dniu terminu wysyła list polecony do Komisji i spółki informujący o zmianie stanu posiadania. Wówczas faktyczne „poinformowanie” Komisji ma miejsce później niż wynika to z przywołanego przepisu. Akcjonariusze powołują się w takiej sytuacji na datę stempla pocztowego twierdząc, że prawidłowo dokonali zawiadomienia, mimo iż Komisja oraz spółka nie zostały skutecznie powiadomione o transakcjach w terminie 4, czy też 6 dni. Problem staje się jeszcze istotniejszy, gdy zawiadomienie wysyłane jest listownie z zagranicy, kiedy to proces dostarczenia listu do spółki może trwać w określonych przypadkach nawet kilka tygodni. W ocenie Stowarzyszenia pewność, a w szczególności bezpieczeństwo obrotu wymaga, aby każdy uczestnik rynku w sposób jednakowy wykonywał wynikające z przepisów prawa obowiązki informacyjne, w szczególności tak istotne jak dotyczące przekroczenia określonych progów posiadania akcji. Istotne opóźnienie w przekazaniu takich informacji do Komisji oraz spółki rodzi ryzyko poważnych nadużyć, w szczególności związanych z wykorzystaniem informacji poufnej. Należy dodać, że wobec niejednoznacznej, nierzadko odmiennej interpretacji dotychczasowych przepisów art. 69 ust. 1 Ustawy o ofercie przez akcjonariuszy, również Komisja Nadzoru finansowego zwracała na tą kwestię uwagę wydając m.in. w tym przedmiocie swoje stanowisko: https://www.knf.gov.pl/Images/stanowisko_ustawa_o_ofercie_17_03_2014_tcm75-37327.pdf Stowarzyszenie uważa to stanowisko Komisji i przedstawioną interpretację za słuszną (choć nie jest to formalnie i prawnie interpretacja wiążąca akcjonariuszy), niemniej wobec powyższej argumentacji i różnego sposobu interpretowania zapisów art. 69 ust. 1 Ustawy o ofercie niezbędne jest w ocenie Stowarzyszenia takie doprecyzowanie tego przepisu, które w pełni wyeliminuje jakąkolwiek niejednoznaczność w interpretacji obowiązku określonego w tym artykule.
7	Art. 1 pkt 6	Giełda Papierów Wartościowych	W art. 72a ust. 1 ustawy, wyrażenie po przecinku powinno otrzymać brzmienie: „zwanego dalej „wezwanym dobrowolnym”.
8	Art. 1 pkt 6	Komisja Nadzoru Finansowego	Proponujemy doprecyzowanie art. 72a ust. 3 pkt 2 poprzez dodanie również „ <u>zezwoenia</u> ” jako dopuszczalnej formy, w jakiej właściwy organ może wydać akt administracyjny.
9	Art. 1 pkt 7	Izba Domów Maklerskich	<u>Do projektowanego art. 73 ust. 2</u> Czy w art. 73 nie powinien zostać dodany przepis zawierający analogiczną zasadę do tej wyrażonej w ust. 2, ale odnoszącej się do przypadku przekroczenia progu 66%? Czy w art. 73 po ust. 2 nie powinien zostać dodany ustęp w brzmieniu:

			„Przepisu ust. 1 pkt 2 nie stosuje się, jeżeli w terminie trzech miesięcy od przekroczenia progu 66% udział w ogólnej liczbie głosów akcjonariusza lub podmiotu, który pośrednio nabył akcje, ulegnie zmniejszeniu do nie więcej niż 66% ogólnej liczby głosów.”
10	Art. 1 pkt 7	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych	Art. 73 ust 5 i 6 – trudno określić, w jaki sposób zapisy te mają chronić akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku przejmowania kontroli – zapisy wymagają doprecyzowania. Wydają się być sprzeczne z założeniami do ustawy w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, w sytuacji gdy ogłoszenie wezwania dobrowolnego zwalnia z obowiązku ogłoszenia wezwania obowiązkowego związanego z przejęciem kontroli nad spółką.
11	Art. 1 pkt 7	Giełda Papierów Wartościowych	Wydaje się, że w art. 73 ust. 6 ustawy, powinno być odesłanie do ust. 1 pkt 1, a nie jak obecnie do całego ust. 1.
12	Art. 1 pkt 7	Komisja Nadzoru Finansowego	Wskazane jest doprecyzowanie art. 74, dotyczącego odstąpienia od ogłoszonego wezwania. Wprowadzenie przepisu art. 74 w proponowanym brzmieniu, spowoduje, że wzywający, który ogłosił wezwanie obowiązkowe (które poza warunkami prawnymi powinno być bezwarunkowe), będzie mógł odstąpić od wezwania również w przypadku ogłoszenia wezwania dobrowolnego nieobejmującego wszystkich pozostałych akcji, w którym zastrzeżone będą mogły być także warunki - niedopuszczalne w wezwaniu obowiązkowym. Tak więc odstąpienie od wezwania obowiązkowego w takim przypadku, może pogorszyć sytuację akcjonariuszy spółki, którzy w sytuacji przejęcia kontroli nad spółką będą mogli odpowiedzieć jedynie na wezwanie dobrowolne, które ze względu na jego warunkowość może nie dojść do skutku. W konsekwencji może się okazać, że w przypadku przejęcia kontroli nad spółką akcjonariusze nie będą mieć możliwości zbycia w ramach wezwania posiadanych akcji. W związku z tym, UKNF proponuje, aby wprowadzić odrębne regulacje w zakresie możliwości odstąpienia od wezwania obowiązkowego i wezwania dobrowolnego. W konsekwencji art. 74 powinien otrzymać następujące brzmienie: <i>„art. 74. 1 Odstąpienie od ogłoszonego wezwania obowiązkowego jest niedopuszczalne, chyba że po jego ogłoszeniu inny podmiot ogłosił po wyższej cenie wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki publicznej i w wezwaniu tym nie zastrzeżono żadnego warunku.</i> <i>2. Odstąpienie od ogłoszonego wezwania dobrowolnego jest niedopuszczalne, chyba że po jego ogłoszeniu inny podmiot ogłosił po wyższej cenie wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej uprawniających do wykonywania tej samej lub większej liczby głosów i w wezwaniu tym nie zastrzeżono żadnego warunku”</i>
13	Art. 1 pkt 9	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Analiza katalogu papierów wartościowych, które mogą być wykorzystywane jako zapłata za akcje nabywane w wezwaniu dobrowolnym (proponowany art. 76 ust. 1 Ustawy o ofercie) lub wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki (proponowany art. 76 ust. 2 Ustawy o ofercie) prowadzi do wniosku, iż brak jest jakichkolwiek przeciwwskazań, aby został on dodatkowo uzupełniony o zdematerializowane certyfikaty inwestycyjne emitowane

			przez publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte. Wskazane instrumenty, jako dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym posiadają zarówno cechę instrumentów płynnych, jak również mają zapewnioną ciągłą rynkową waluację. Poszerzenie katalogu instrumentów finansowych, które mogą być wykorzystywane jako zapłata za akcje nabywane w ramach wezwania, pod warunkiem zapewnienia, że instrumenty te spełniać będą przesłanki, o których mowa wyżej, jest korzystne zarówno z punktu widzenia podmiotu wzywającego, jak również z punktu widzenia podmiotów zbywających akcje w wezwaniu (o ile dodatkowo zagwarantowana będzie możliwość wyboru rozliczenia pieniężnego w przypadku wezwań na wszystkie pozostałe akcje spółki – co wprost wynika z regulacji proponowanego art. 76 ust. 3 Ustawy o ofercie). Powyższe, w opinii IZFiA, w sposób jednoznaczny potwierdza brak podstaw dla nieposzerzenia omawianych katalogów o certyfikaty inwestycyjne emitowane przez publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte.
14	Art. 1 pkt 9	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Konstrukcja przewidziana w proponowanym art. 77 Ustawy o ofercie jest w opinii IZFiA nieprawidłowa. Podmiot pośredniczący w wezwaniu nie jest wierzycielem podmiotu ogłaszającego wezwanie (może mieć oczywiście wierzytelność w związku z ewentualnie należnym mu wynagrodzeniem z tytułu czynności wykonywanych na rzecz podmiotu ogłaszającego wezwanie), w związku z czym nie może być beneficjentem zabezpieczenia ustanawianego przez podmiot ogłaszający wezwanie, gdyż zabezpieczenie to z natury swojej zabezpieczać ma zapłatę ceny za akcje nabywane w wezwaniu. Podmiot pośredniczący może natomiast wykonywać czynności związane z administrowaniem zabezpieczeniem i jego realizacją, o ile wystąpią okoliczności uzasadniające takie działania, co jednak w dalszym ciągu powinno być działaniami podejmowanymi wyłącznie na rzecz podmiotów, które złożą zapisy w ramach odpowiedzi na ogłoszone wezwanie. Biorąc pod uwagę powyższe, IZFiA proponuje zastąpienie użytego w proponowanym art. 77 ust. 1 sformułowania „na rzecz podmiotu pośredniczącego zabezpieczenia” sformułowaniem „zabezpieczenia roszczeń podmiotów, które złożą zapisy w odpowiedzi na ogłaszane wezwanie”. Na marginesie jedynie IZFiA wskazuje, iż proponowany przepis nie wprowadza żadnego szczególnego trybu ustanawiania zabezpieczeń oraz, że te każdorazowo ustanawiane będą zgodnie z zasadami rządzącymi danym typem zabezpieczenia, co oznacza, że jakiekolwiek modyfikacje formalnoprawne dokonywane w sposób ogólny i nieprzemyślany z pozostawieniem Ustawy o ofercie mogą skutkować w praktyce brakiem możliwości wykorzystania lub realizacji niektórych typów zabezpieczeń.
15	Art. 1 pkt 10	Giełda Papierów Wartościowych	a) W art. 77a ust. 1 ustawy należałoby uzupełnić katalog podmiotów, którym przekazywane jest zawiadomienie o zamiarze ogłoszenia wezwania o podmiot organizujący alternatywny system obrotu, w którym są notowane akcje będące przedmiotem wezwania. Podmiotem tym, poza spółką prowadzącą rynek regulowany, może być także firma inwestycyjna. b) W art. 77a ust. 1 proponuje się następującą zmianę: „o zamiarze jego ogłoszenia <u>wezwania</u> ”.
16	Art. 1 pkt 10	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Termin 30-dniowy zastrzeżony w proponowanym art. 77a ust. 2 Ustawy o ofercie wydaje się, w opinii IZFiA, być terminem zbyt wydłużonym, w związku z czym proponujemy jego skrócenie. Na marginesie, IZFiA wskazuje, iż zapisy Projektu definiując wymogi związane z koniecznością dochowywania określonych terminów przez ich adresatów w sposób nie do końca zrozumiały (często nawet w obrębie jednej jednostki redakcyjnej) naprzemiennie nakazują liczenie tych terminów raz w

			dniach roboczych, w innym natomiast przypadku w dniach kalendarzowych. Taki sposób regulacji, oprócz tego, iż narusza prawidłowe zasady legislacji, w efekcie może prowadzić do przyjęcia przepisów utrudniających ich stosowanie (patrz np. proponowany art. 77a ust. 1 i 2 albo art. 78 ust. 1 Ustawy o ofercie). Powyższe powinno zostać w miarę możliwości ujednolicone.
17	Art. 1 pkt 10	Komisja Nadzoru Finansowego	Wskazane jest doprecyzowanie art. 77a ust. 2 poprzez określenie, że trzydziestodniowy termin na złożenie zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania dotyczy jedynie tych przypadków, gdy wzywający dokonał pośredniego nabycia akcji w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. W związku z tym UKNF proponuje, aby art. 77a ust. 2 otrzymał następujące brzmienie: <i>„2. W przypadku wezwania odnoszącego się do akcji spółki publicznej, które w okresie 12 miesięcy przed jego ogłoszeniem były nabywane pośrednio, termin o którym mowa w ust. 1, wynosi 30 dni.,”</i>
18	Art. 1 pkt 10	Izba Domów Maklerskich	<u>Do projektowanego art. 77a ust. 4</u> Konieczne jest doprecyzowanie zapisów dotyczących przekazania i publikacji treści wezwania. Proponujemy zmianę treści art. 77a ust. 4 na: <i>„4. Podmiot pośredniczący publikuje treść wezwania w co najmniej jednym dzienniku o zasięgu ogólnopolskim. Przekazanie treści wezwania do publikacji w dzienniku o zasięgu ogólnopolskim następuje nie wcześniej niż po przekazaniu treści wezwania agencji informacyjnej.”</i>
19	Art. 1 pkt 10	Komisja Nadzoru Finansowego	W ocenie UKNF art. 77a ustawy powinien zostać uzupełniony o wskazanie terminu, w którym powinna zostać przeprowadzona transakcja nabycia w wezwaniu akcji objętych zapisami. Ponadto konieczne jest uwzględnienie w projektowanych przepisach, że wezwanie obejmować może nie tylko akcje, które nie mają formy dokumentu, ale również akcje które mają formę dokumentu. W związku z tym, zamiast posługiwania się sformułowaniem „rachunek wzywającego”, które może być mylnie utożsamiane z należącym do wzywającego „rachunkiem papierów wartościowych” UKNF proponuje zastąpienie „przeniesienia papierów wartościowych na rachunek wzywającego” przeniesieniem tych papierów „<u>na rzecz wzywającego</u>”. Dodatkowo wskazane jest sprecyzowanie w ustawie, jaki moment należy uważać za zakończenie wezwania. Projektowane przepisy (art. 77d oraz art. 79c ust. 1 zmienianej ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych) wiążą z chwilą zakończenia wezwania powstanie lub ustanie określonych obowiązków, w związku z czym ustawa powinna pozwalać na precyzyjne ustalenie momentu, w którym dany termin rozpoczyna lub kończy swój bieg. W związku z tym proponujemy zastąpienie projektowanych ust. 6 i 7 przepisami o wskazanym poniżej brzmieniu: <i>„6. Transakcja nabycia akcji objętych zapisami złożonymi w ramach wezwania następuje nie później niż w ciągu 3 dni roboczych po upływie terminu przyjmowania zapisów.</i> <i>7. Podmiot pośredniczący obowiązany jest podjąć czynności niezbędne do wydania w terminie 3 dni roboczych od dnia</i>

			transakcji nabycia akcji objętych zapisami w ramach wezwania, papierów wartościowych i środków pieniężnych należnych podmiotowi, który odpowiedział na wezwanie oraz do przeniesienia akcji nabywanych w wyniku wezwania na rzecz wzywającego. 8. Wydanie papierów wartościowych i środków pieniężnych w zamian za akcje objęte zapisami w ramach wezwania (<u>zakończenie wezwania</u>) następuje w terminie 3 dni roboczych od dnia transakcji nabycia akcji objętych zapisami.”
20	Art. 1 pkt 10	Izba Domów Maklerskich	<u>Do projektowanego art. 77a ust. 6 i 7</u> • Zapisy są nieprzejrzyste, • Ust. 7 jest niepotrzebny – kwestia przeniesienia papierów w drodze zamiany jest już ujęta w ust. 6, • W ust. 6 jest mowa o przeniesieniu akcji nabywanych na rachunek wzywającego, podczas gdy w rzeczywistości chodzi tu o rachunek/rachunki nabywającego/nabywających, którzy są wskazani w treści wezwania. Proponujemy wykreślenie ust. 7 i zmianę treści art. 77a ust. 6 na: „6. Podmiot pośredniczący obowiązany jest podjąć czynności niezbędne do rozliczenia transakcji nabycia akcji w wezwaniu w Krajowym Depozycie. Zapisanie papierów wartościowych lub środków pieniężnych na rachunku podmiotu, który odpowiedział na wezwanie oraz zapisanie akcji nabywanych w wyniku wezwania na rachunku podmiotu nabywającego akcje następuje w dniu rozliczenia transakcji, jednak nie później niż 3 dnia roboczego od dnia transakcji nabycia.”
21	Art. 1 pkt 10 w zw. z art. 1 pkt 21 lit. a	Komisja Nadzoru Finansowego	W związku z wprowadzanym projektowaną ustawą obowiązkiem podjęcia przez podmiot pośredniczący czynności o których mowa w art. 77a, UKNF proponuje wprowadzenie do ustawy o ofercie publicznej przepisu przewidującego sankcje za niewypełnienie lub nieprawidłowe wypełnienie przez podmiot pośredniczący obowiązków, które wynikać będą z art. 77a w zakresie terminowego przeprowadzenia transakcji nabycia akcji w ramach wezwania oraz przekazania wzajemnych świadczeń stronom transakcji. Pośrednictwo w przeprowadzeniu wezwania nie stanowi działalności maklerskiej w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w związku z czym właściwym miejscem do umieszczenia takiej sankcji jest art. 97 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej. UKNF proponuje zatem dodanie pomiędzy pkt 6 i 7 kolejnego punktu w brzmieniu: „niewykonuje lub niewłaściwie wykonuje obowiązki, o których mowa w art. 77a”.
22	Art. 1 pkt 10	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Proponowane art. 77b i 77c Ustawy o ofercie, jak również fakt, iż zgodnie z przepisem art. 87 ust. 1 pkt 2 lit. a Ustawy o ofercie obowiązki związane z nabywaniem znacznym pakietów akcji spółek publicznych spoczywają również na funduszu inwestycyjnym w przypadku, gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez fundusze inwestycyjne zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych (fundusze inwestycyjne zarządzane przez jedno towarzystwo nie stanowią grupy kapitałowej w rozumieniu Ustawy o ofercie), powodują istotne wątpliwości co do możliwości wskazania przez fundusz podlegający obowiązkowi ogłoszenia wezwania innego z funduszy zarządzanych przez to samo towarzystwo, w związku z którego posiadaniem doszło do powstania

			obowiązku, jako nabywającego akcje w wezwaniu (taka możliwość jest kluczowa chociażby ze względu na ograniczenia inwestycyjne obowiązujące fundusze inwestycyjne). W związku z powyższym, IZFiA zwraca się o dokonanie stosownej modyfikacji wskazanych zapisów Projektu w celu wyeliminowania jakichkolwiek wątpliwości w praktyce co do możliwości wskazywania przez fundusze inwestycyjne zarządzane przez to samo towarzystwo (nie stanowiące grupy kapitałowej w rozumieniu Ustawy o ofercie), na których ciążyć będzie obowiązek ogłoszenia wezwania, innego z nich jako podmiotu, który nabywać będzie akcje w ogłoszonym wezwaniu.
23	Art. 1 pkt 10 w zw. z art. 1 pkt 14	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Niejasna jest, w opinii IZFiA, wzajemna relacja zapisów proponowanych art. 77e ust. 1 i art. 80 ust. 1 Ustawy o ofercie (treść obu tych regulacji wydaje się w dużej mierze być tożsama).
24	Art. 1 pkt 11	Komisja Nadzoru Finansowego	UKNF proponuje, wprowadzenie w art. 78 ustawy przepisu określającego, że żądanie Komisji, którym mowa w art. 78 ust. 1 podlega z mocy ustawy natychmiastowemu wykonaniu. Z natury decyzji w przedmiocie zgłoszenia żądania wprowadzenia niezbędnych zmian lub uzupełnień w treści wezwania lub dokonania zmiany rodzaju lub wysokości zabezpieczenia, wynika, że powinna podlegać natychmiastowemu wykonaniu z mocy ustawy, bez konieczności nadawania jej rygoru natychmiastowej wykonalności. Należy zauważyć, że w przypadku zgłoszenia przez Komisję przedmiotowego żądania, w każdym przypadku istnieje konieczność, żeby decyzja ta podlegała natychmiastowemu wykonaniu. W przypadku, gdy decyzji takiej rygor natychmiastowej wykonalności nie zostałyby nadane, zgłoszenie przez Komisję żądań, o których mowa w art. 78 ust. 1 ustawy byłoby bezprzedmiotowe, bowiem zanim decyzja stałaby się ostateczna, w większości sytuacji upłynąłby termin przyjmowania zapisów. Oznacza to, że wzywający byłby zobowiązany zmienić treść wezwania lub zabezpieczenie wezwania, po zakończeniu wezwania. Tym samym przez cały okres przyjmowania zapisów w obrocie funkcjonowałoby wezwanie wadliwe pod względem prawnym, co bez wątpienia naruszałoby interes akcjonariuszy przejmowanej spółki. Mając to na uwadze, Komisja w dotychczasowej praktyce zawsze nadaje decyzjom tego rodzaju rygor natychmiastowej wykonalności, co zawsze wymaga sporządzenia dodatkowego uzasadnienia tego rozstrzygnięcia. W opinii UKNF, skoro z charakteru żądania, o którym mowa w art. 78 ust. 1 wynika, że powinno być natychmiast wykonalne, to uzasadnione jest wprowadzenie na poziomie ustawy normy, zgodnie z którą przedmiotowe żądanie jest wykonalne z mocy ustawy i przyczyni się do ułatwienia i uproszczenia prowadzonego w tego rodzaju sprawach postępowania. Wskazać należy, że ustawodawca w wielu przypadkach, w których z istoty rozstrzyganej sprawy wynika konieczność zapewnienia natychmiastowej wykonalności decyzji, wprowadził podobne rozwiązania. Przykładem decyzji, które są wykonalne z mocy prawa są m.in. decyzja Komisji o cofnięciu zezwolenia na wykonywanie działalności ubezpieczeniowej w zakresie jednej lub więcej grup ubezpieczeń (art. 101 ust. 10 ustawy z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej), decyzja o ustaleniu lokalizacji regionalnej sieci szerokopasmowej (art. 54 ust. 10 ustawy z dnia 7 maja 2010 r. o wspieraniu usług

			i sieci telekomunikacyjnych. W związku z powyższym UKNF proponuje dodanie w art. 78 ust. 1 następującego zdania: „Żądanie Komisji podlega natychmiastowemu wykonaniu.”
25	Art. 1 pkt 11	Giełda Papierów Wartościowych	a) W art. 78 ust. 1 ustawy należy doprecyzować, że chodzi o 2 dni robocze, tak jak to wskazano w <i>Założeniach do projektu zmiany ustawy</i> (str. 24, „Kompetencje Komisji w zakresie wezwań”). b) W art. 78 ust. 2 ustawy, proponuje się następujące brzmienie przepisu: „2. Żądanie, o którym mowa w ust. 1, doręczone podmiotowi pośredniczącemu uważa się za doręczone podmiotowi obowiązkanemu do ogłoszenia wezwania wzywającemu.”
26	Art. 1 pkt 12 lit. a	Komisja Nadzoru Finansowego	UKNF proponuje przywrócenie wersji art. 79, zaproponowanej przez UKNF w e-mailu z dnia 28 marca 2014 r. w której w ust. 1 pkt 1 zawierał odniesienie zarówno do średniej ceny z okresu 3 oraz 6 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku głównym, <u>przy jednoczesnym skreśleniu art. 79 ust. 3</u>. Proponowana treść art. 79 ust. 1 pkt 1 lit a) miała następujące brzmienie: „a) średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, a także średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo”
27	Art. 1 pkt 12 lit. a	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych	• Art. 79 ust 1 pkt 1– co w przypadku, gdyby wezwanie miało być ogłaszane dla akcji, które nie są jeszcze przedmiotem notowań? • Art. 79 ust 1 pkt 1 – jak ustalana wartość godziwa, przez kogo, w jakim trybie wybieranego itd.? • Art. 79 ust 3 – wydaje się być sprzeczny z ust 1 co do okresu notowania dla średniej • Art. 79 ust 4a i art. 91 ust 6c (<i>art. 1 pkt 20 lit. c projektu</i>) – doprecyzowania wymaga pojęcie wartości godziwej i sposobu jej ustalania.
28	Art. 1 pkt 12 lit. e	Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	art. 79 ust. 5a ustawy o ofercie Drugim przepisem na który Stowarzyszenie pragnie zwrócić uwagę jest Art. 79 ust. 5a ustawy o ofercie. Zgodnie z jego treścią „Wzywający może określić różne ceny lub stosunki zamiany proponowane w wezwaniu wyłącznie ze względu na różne prawa wynikające z nabywanych akcji lub związane z nimi obowiązki”. Przyjęcie tak lakonicznej regulacji musi rodzić pytania według jakich kryteriów wzywający ma określać różne ceny, np. dla akcji zwykłych na okaziciela i akcji imiennych uprzywilejowanych co do głosu będących przedmiotem tego samego wezwania. Ustawa o ofercie zawiera jedynie mechanizm ustalania ceny w wezwaniu, który w ocenie Stowarzyszenia może mieć zastosowanie jedynie w przypadku, gdy wszystkie akcje są jednego rodzaju. Sytuacja, gdy w spółce obok akcji zwykłych występują akcje uprzywilejowane wymaga doprecyzowania w jaki sposób powinna zostać wskazana w wezwaniu cena sprzedaży akcji uprzywilejowanych. Pozosta-

			wienie tej kwestii swobodnemu uznaniu wzywającego może skutkować pokrzywdzeniem danej grupy akcjonariuszy. Mając powyższe na uwadze, w ocenie Stowarzyszenia, w przypadku, gdyby wezwanie zawierało różne ceny dla różnych rodzajów akcji, cena ustalona w sposób określony w art. 79 powinna mieć zastosowany do akcji zwykłych na okaziciela, zaś cena akcji innych rodzajów musiałaby zostać również poparta opinią podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, przy czym nie mogła by ona odbiegać więcej niż o 15% od ceny akcji zwykłych na okaziciela.
29	Art. 1 pkt 13	Komisja Nadzoru Finansowego	UKNF proponuje umieszczenie w art. 79a, dotyczącym obliczania ceny minimalnej z uwzględnieniem ceny pośredniego nabycia, wyłączenia analogicznego jak ma to miejsce w art. 79 ust. 4g ustawy. W opinii UKNF, skoro w przypadku: - wezwania dobrowolnego niebędącego wezwaniem na wszystkie pozostałe akcje oraz - wezwań dotyczących spółek notowanych wyłącznie w alternatywnym systemie obrotu albo - wezwań dotyczących spółek niebędących przedmiotem obrotu zorganizowanego; nie znajdują zastosowania przepisy dotyczące ustalania ceny minimalnej na podstawie art. 79 ustawy, to tym bardziej w odniesieniu to tego typu wezwań nie powinny mieć zastosowanie przepisy regulujące cenę w przypadku pośredniego nabycia akcji tych spółek. Mając na uwadze powyższe uwagi, UKNF proponuje dodanie w art. 79a kolejnej jednostki redakcyjnej o następującej treści: <i>„Przepisów ust. 1 – 4 nie stosuje się do ceny proponowanej w wezwaniu dobrowolnym nie będącym wezwaniem do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki publicznej oraz w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, której akcje są wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu albo nie są przedmiotem obrotu zorganizowanego.”</i>
30	Art. 1 pkt 13	Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	Art. 79a ustawy o ofercie Bardzo ważną zmianą na, którą Stowarzyszenie pragnie zwrócić uwagę jest dodanie przez ustawę nowelizującą art. 79a ustawy o ofercie regulującego problem pośrednich przejęć, wykorzystywanych w obrocie publicznym m.in. celem uniknięcia obowiązków wynikających z przepisów dotyczących wezwań. Art. 79a ust. 2 stanowi, że „Cenę pośredniego nabycia wyznacza, wybrany przez wzywającego, podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych, który określa ją w odniesieniu do wartości godziwej akcji nabytych pośrednio, na dzień, w którym nastąpiło pośrednie nabycie akcji spółki publicznej”. Przepis ten ma stanowić remedium na powszechne na polskim rynku kapitałowym zjawisko dokonywania przejęć pośrednich za pomocą wehikułów inwestycyjnych z pokrzywdzeniem pozostałych akcjonariuszy, w szczególności, gdy następnie ogłaszane jest wezwanie na pozostałe akcje, przy cenie innej (niższej) niż ta wynikająca z transakcji nabycia wehikułu. Przepis ten w swojej treści odwołuje się do pojęcia wartości godziwej akcji. Abstrahując w tym miejscu od niedookreśloności tego pojęcia w ustawie o ofercie, warto zwrócić uwagę jak jest ono rozumiane na gruncie ustawy o rachunkowości czy

		Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. Wskazuje się w nich, że wartość godziwa jest to kwota, za jaką można wymienić składnik aktywów albo uregulować zobowiązanie między zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi stronami w transakcji zawartej na warunkach rynkowych”. Przy tym za najlepszy miernik wartości godziwej uznawana jest cena funkcjonująca na aktywnym rynku. Tymczasem należy mieć na uwadze, że rynek nie jest doskonały, a wyceny rynkowe spółek (na aktywnym rynku) w krótkich okresach nierzadko odbiegają In plus, ale także In minus od ich realnej wewnętrznej wartości godziwej, natomiast w dłuższym okresie dążą do równowagi, a więc do wyceny godziwej. Zatem nierzadko cena rynkowa akcji w danym momencie może być oderwana od rzeczywistej wartości godziwej akcji. Tymczasem mając na uwadze funkcjonujące w przepisach definicje wartości godziwej, może się okazać, że częstą praktyką biegłych rewidentów będzie ustalenie wartości godziwej akcji jako odpowiednika ich średniej wartości rynkowej z okresu ostatnich 3, czy 6-ciu miesięcy. Tymczasem należy podkreślić, że tak ustalona cena godziwa akcji pomija chociażby cenę jaką musiał zapłacić nabywca za przejęcie pakietu kontrolnego. W literaturze przedmiotu powszechnie się wskazuje, że w cenę nabycia akcji dających kontrolę nad spółką publiczną wkalkulowana jest tzw. premia za kontrolę. Cena płacona przez nabywcę już tylko z tego powodu jest więc zazwyczaj ceną wyższą niż ich wycena rynkowa. Ponadto, jak również wyżej podkreślono, w szczególności mając na uwadze zmienność kształtowania się kursów akcji na rynku giełdowym, powiązaną głównie z cyklicznością koniunkturalną, ale również czynnikami zewnętrznymi, jak choćby takimi jak te związane z wydarzeniami na Ukrainie, należy mieć na względzie, że średnie notowania z danego periodu czasowego nie zawsze będą odzwierciedleniem wartości godziwej akcji. W ocenie Stowarzyszenie istotne jest więc doprecyzowanie mechanizmu wyceny godziwej akcji, który będzie miał zastosowanie w przypadku przejęć pośrednich, tak aby w jak najściślejszym zakresie uwzględniał on rzeczywistą cenę jaką zapłacił kupujący za pakiet akcji nabywając go za pośrednictwem podmiotu trzeciego. Szczególnego rozważenia wymagałoby m.in. dodanie definicji wartości godziwej akcji w art. 4 ustawy o ofercie. Obecnie Projekt ustawy nie zawiera bowiem takiej definicji, podczas gdy określenie „wartość godziwa akcji” ma stanowić jeden z filarów rozwiązania, którego celem ma być zapobieżenie wykorzystywania pośrednich przejęć do omijania przepisów dotyczących wezwań. Cena pośredniego nabycia nie powinna być w ocenie Stowarzyszenia wyznaczana również w oderwaniu od ceny zapłaconej za wehikuł (do którego należą pośrednio nabywane akcje spółki giełdowej). Istnieje bowiem zagrożenie, że cena transakcji nabycia wehikułu inwestycyjnego, którego jedynym aktywem będzie spółka giełdowa wyniesie np. 10 mln zł, podczas, gdy z kolei wycena wartości godziwej nabytych akcji będzie miała według biegłego wartość zaledwie 7 mln zł. Wyznaczenie wówczas ceny pośredniego nabycia w oparciu o wycenę biegłego będzie rodziło niekorzystne konsekwencje dla mniejszościowych akcjonariuszy danej spółki. Stąd też w przypadku wehikułów należałoby dokonać wyceny wartości godziwej nie tylko akcji znajdujących się w wehikule inwestycyjnym, ale również wyceny wartości godziwej pozostałego majątku znajdującego się w wehikule. Wówczas obok samej definicji wartości godziwej akcji, cenę pośredniego nabycia należałoby oprzeć o klauzulę zgodnie, z którą „cena pośredniego nabycia” nie mogłaby być niższa od różnicy między ceną zapłaconą za wehikuł inwestycyjny (w którym były akcje giełdowej spółki), a wyceną godziwą pozostałego majątku znajdującego się w wehikule inwestycyjnym (tj. całego majątku oprócz akcji). Innymi słowy, powołany biegły rewident, którego celem będzie wyznaczenie ceny nabycia, powinien dokonać wyceny wszystkich aktywów znajdujących się w wehikule inwestycyjnym, by
--	--	---

			następnie odnieść wyznaczoną wartość poszczególnych składników majątku wehikułu, do równolegle wyznaczonej wartości godziwej akcji i ceny zapłaconej za wehikuł. Tylko wtedy nie dojdzie do sytuacji, gdy wartość godziwa akcji, a w konsekwencji cena pośredniego nabycia akcji zostanie wyznaczona w całkowitym oderwaniu od wartości transakcji nabycia wehikułu. Ponadto wyżej wspomniane średnie 3, czy też 6 miesięczne, powinny stanowić warunek dodatkowy, zgodnie z którym „cena pośredniego nabycia” obok proponowanej wyżej metodologii jej ustalenia nie mogłaby być również w ewentualnym wezwaniu od tych średnich niższa. Bazując na wyżej wspomnianym przykładzie, gdzie biegły wycenia wartość godziwą akcji na 7 mln zł, pozostałe aktywa na 0 zł, a cały wehikuł bez innych poza akcjami aktywów nabyto za 10 mln zł, w myśl powyższej proponowanego rozwiązania/wzoru (10 mln zł – 0 zł = 10 mln zł), cena pośredniego nabycia wyznaczona by została przez biegłego nie na 7 mln zł (zgodnie z obecnie proponowanym kształtem ustawy), a na 10 mln zł, czyli adekwatnie do realnej wartości transakcji pośredniego nabycia akcji. W ocenie Stowarzyszenia w przypadku pośrednich przejęć należałoby także zmienić projektowany zapis art. 79a ust. 3, zgodnie z którym wyceny miałyby dokonywać biegły wybrany przez wzywającego. Aby uniknąć ryzyk bezstronności biegłego, taki biegły w każdym z przypadków takich wezwań winien być wyznaczany przez Komisję Nadzoru Finansowego, a nie jak zakłada projekt wyłącznie w sytuacji określonej w art. 79a ust. 4 W innym przypadku wciąż będzie istniało pole do nadużyć. Tymczasem bezstronność biegłego i brak konfliktu interesów, mogą stanowić kluczową rolę przy dokonywanej wycenie.
31	Art. 1 pkt 13	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych	Art. 79a – brak odniesienia do możliwości określonej w art. 79 ust 4
32	Art. 1 pkt 13	Izba Domów Maklerskich	<u>Do projektowanego art. 79b ust. 1</u> Zapisy są niespójne. Powołany art. 77a ust. 4 mówi o publikacji w dzienniku ogólnopolskim. O ogłoszeniu mówi art. 77a ust. 3. <u>Do projektowanego art. 79d</u> Zapisy są nieprecyzyjne. Czy to, że nie stosuje się przepisów art. 79b oznacza, że w wezwaniu dobrowolnym, które nie jest wezwaniem na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji sp. publicznej oraz w wezwaniu (...), nie można dokonywać zmiany ceny, czy też można dokonywać zmian ceny, ale nie wymaga to ogłoszenia dokonanego zgodnie z art. 77a ust. 4?
33	Art. 1 pkt 13	Giełda Papierów Wartościowych	a) W kontekście wyłączenia zawartego w projektowanym art. 79 ust. 4g i art. 79d ustawy powstaje pytanie czy zamiarem projektodawcy było by art. 79a miał zastosowanie także do ceny akcji proponowanej w wezwaniu dobrowolnym dotyczącym akcji, które są przedmiotem obrotu wyłącznie w ASO albo nie są przedmiotem obrotu zorganizowanego? b) Redakcja projektowanego art. 79d ustawy, w kontekście wyłączenia w nim zawartego dotyczącego art. 79b, oraz brzmie-

			nie projektowanego art. 79e może budzić wątpliwości czy w przypadku wezwania dobrowolnego dotyczącego akcji, które są przedmiotem obrotu wyłącznie w ASO albo nie są przedmiotem obrotu zorganizowanego możliwe jest dokonanie przez wzywającego zmiany ceny akcji proponowanej w wezwaniu lub zmiany stosunku zamiany akcji? Należy zauważyć, że zmiana ceny akcji w wezwaniu (zmiana stosunku zamiany akcji) może być dokonana również na korzyść akcjonariuszy. Z tego względu, jako niezasadne uznać należałoby pozbawienie wzywającego możliwości zmiany ceny (zmiany stosunku zamiany akcji) w wezwaniu. Dlatego też w celu uniknięcia ewentualnych wątpliwości interpretacyjnych w art. 79d należałoby wyraźnie wskazać, że wyłączenie w nim zawarte w stosunku do art. 79b dotyczy jedynie obowiązku zapłaty przez wzywającego (w określonych w tym przepisie sytuacjach) wyższej ceny, a nie samej możliwości dokonania zmiany tej ceny (stosunku zamiany akcji).
34	Art. 1 pkt 13	Izba Domów Maklerskich	<u>Do projektowanego art. 79e ust. 5 i 6</u> Proponujemy doprecyzowanie zapisów poprzez dodanie: • na końcu ust. 5: „ ... w terminie 2 dni roboczych od dnia ogłoszenia zmiany treści wezwania przez agencję informacyjną.” • oraz na końcu ust. 6: „ ... w terminie 2 dni roboczych od dnia ogłoszenia przez agencję informacyjną.”
35	Art. 1 pkt 13	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Biorąc pod uwagę rzeczywisty czas rozpatrywania w praktyce przez KNF zawiadomień o zamiarze nabycia akcji instytucji nadzorowanych (banki, domy maklerskie, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zakłady ubezpieczeń), IZFiA proponuje wydłużenie terminu przewidzianego w proponowanym art. 79f ust. 4 pkt 2 Ustawy o ofercie (termin 120 dni kalendarzowych jest terminem, który w większości przypadków nie pozwoli na zakończenie postępowania prowadzonego przez KNF przed zamknięciem przyjmowania zapisów w ramach ogłoszonego wezwania).
36	Art. 1 pkt 20 lit. a	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych	Art. 91 – trudno znaleźć uzasadnienie dla podwyższenia progu do 9/10
37	Art. 1 pkt 20 lit. c	Giełda Papierów Wartościowych	a) Jak wskazano w uwagach ogólnych, Giełda stoi na stanowisku, że cena akcji w wezwaniu ogłaszanym w przypadku zamiaru wycofania spółki z obrotu w ASO powinna być określana według zasad analogicznych jak te, które obowiązują przy wyznaczaniu ceny akcji w wezwaniu ogłaszanym na rynku regulowanym, tj. z możliwością zastosowania wszelkich gwarancji przewidzianych przepisami ustawy w przypadku zaproponowania przez wzywającego ceny odbiegającej od tej za jaką nabywane były akcje emitenta we wskazanym w ustawie okresie poprzedzającym ogłoszenie wezwania. W ocenie Giełdy rozwiązania dedykowane rynkowi regulowanemu są w m.in. zakresie ustalania ceny akcji w wezwaniu ogłaszanym przy wycofaniu akcji z obrotu zdecydowanie korzystniejsze dla akcjonariuszy, niż te zaproponowane dla rynku

			ASO w projektowanym art. 91 ust. 6b Projektu, i z tego względu należy dążyć do ich utrzymania, zwłaszcza że kilka spółek notowanych na rynku NewConnect przeprowadziło już operację wycofania akcji wprowadzonych do ASO z obrotu w oparciu o przepisy obowiązujące na rynku regulowanym. b) Art. 92 (<i>powinno być art. 91 - uwaga MF</i>) ust. 2 i ust. 10 ustawy: Należy rozszerzyć dyspozycję tych przepisów, tak aby obejmowały one również spółki, których akcje są przedmiotem obrotu w ASO.
38	Art. 1 pkt 20 lit. c	Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami	Zmiana polegająca na wprowadzeniu w art. 91 Ustawy o ofercie ust. 6b, jak rozumiemy w sposób jednoznaczny potwierdza, iż przepisy o zniesieniu dematerializacji mają zastosowanie również do papierów wartościowych wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu (do tej pory literalne brzmienie przepisów Ustawy o ofercie nie dawało jasnej odpowiedzi). W takim jednak przypadku w Projekcie powinny zostać przewidziane dalej idące zmiany art. 91, a mianowicie zmianie powinien ulec również ust. 2 (przynajmniej poprzez wskazanie, że niektóre z określonych w nim skutków prawnych następują wyłącznie w przypadku spółek, których akcje były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym) i 10 (przynajmniej poprzez wskazanie, że wycofanie akcji z obrotu w alternatywnym systemie obrotu następuje na zasadach określonych w regulaminie danego systemu).
39	Art. 1 pkt 21 lit. b	Komisja Nadzoru Finansowego	UKNF proponuje usunięcie w art. 97 ust. 1a pkt 1 oczywistej omyłki pisarskiej poprzez odniesienie się do wezwania, o którym mowa w art. 90a ust. 2, a nie jak ma to miejsce w projekcie do art. 90a ust. 1. Zdanie początkowe art. 97 ust. 1a pkt 1 powinno więc otrzymać następujące brzmienie: <i>„Na każdego kto nie ogłasza lub nie przeprowadza wezwania, o którym mowa w art. 73 albo art. 90a ust. 2...”</i>
40	Propozycje dodatkowych zmian	Giełda Papierów Wartościowych	<u>Dodatkowo, Giełda prawnie zwrócić uwagę na dostrzeganą potrzebę zmiany art. 7 ust. 9 ustawy o ofercie.</u> Giełda ponownie wnosi o zrównanie lub co najmniej zbliżenie do poziomu 5 mln Euro, tj. kwoty wprowadzonej Dyrektywą 2010/73/UE, wartości emisji papierów wartościowych, dla których nie będzie wymagane sporządzenie prospektu. Znowelizowany art. 1 (2) (h) Dyrektywy 2003/71/WE wyłącza oferty o wartości niższej niż 5 mln Euro spod zakresu jej zastosowania i tym samym nie wymaga dla tego typu ofert sporządzania prospektu emisyjnego. Celem tej zmiany prawa unijnego było, poprzez podwyższenie do 5 mln Euro limitu zwolnienia dla ofert o niewielkiej wartości, ułatwienie małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do rynku publicznego i tym samym wyeliminowanie jednej z kluczowych, zidentyfikowanych w ramach przeglądu funkcjonowania Dyrektywy 2003/71/WE, barier wejścia na rynek dla tego typu podmiotów. Ustawa o ofercie jako kwotę graniczną uprawniającą do przeprowadzenia oferty papierów wartościowych z pominięciem obowiązku prospektowego utrzymała wartość 2.5 mln Euro, tj. wartość jaka obowiązywała przed nowelizacją Dyrektywy 2003/71/WE. W ocenie Giełdy, utrzymanie na poziomie 2.5 mln Euro limitu na oferty papierów wartościowych z pominięciem obowiązku

			prospektowego stanowi barierę pozyskiwania kapitału przez młode, innowacyjne spółki w formule <i>crowdfunding</i>, tj. finansowania społecznościowego. <i>Crowdfunding</i> najszybciej rozwija się w USA oraz w Europie, a w szczególności w krajach, w których istnieją przyjazne regulacje prawne. Dobrym przykładem może być Anglia oraz Włochy, gdzie <i>crowdfunding</i> udziałowy rozwija się w dużej mierze dzięki zwolnieniu prospektowemu dla ofert poniżej 5 mln EUR. W porównaniu z tymi krajami w Polsce funkcjonują zbyt rygorystyczne warunki dotyczące zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. W kontekście postępującej globalizacji oraz wymagań efektywnej konkurencji na rynkach międzynarodowych, zwolnienie to wydaje się niezbędne, by skutecznie wesprzeć pozyskiwanie kapitału przez małe i młode a zarazem innowacyjne spółki oraz nie dopuścić do ich odpływu do krajów, w których łatwiej jest pozyskiwać kapitał na rozwój. Warto podkreślić, że według prognoz firmy Massolution, dzięki <i>crowdfundingowi</i> udziałowemu w 2014 roku sfinansowane zostaną przedsięwzięcia o wartości przekraczającej 1 miliard dolarów.
41	Propozycje dodatkowych zmian	Giełda Papierów Wartościowych	Giełda zwraca uwagę również na potrzebę dokonania następujących zmian przepisów ustawy o ofercie, które nie zostały ujęte w Projekcie, a które to przepisy mają bezpośredni związek ze zmianami objętymi jego zakresem: 1. Art. 82 ust. 2 i art. 83 ust. 4 ustawy: Z uwagi na fakt, że instytucja przymusowego wykupu (art. 82 ustawy) oraz przymusowego odkupu (art. 83 ustawy) dotyczy w równym stopniu akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowany oraz na rynku ASO należy zmodyfikować i uzupełnić przedmiotowe przepisy tak, by nie było wątpliwości w oparciu o jakie zasady należy wyliczać cenę akcji należną akcjonariuszom mniejszościowym w przypadku zastosowania powyższych procedur. Jak wskazano powyżej, w ocenie Giełdy w powyższych przypadkach określenie ceny akcji należnej akcjonariuszom posiadającym akcje notowane w ASO powinno podlegać takim samym zasadom jak ma to miejsce na rynku regulowanym. Giełda poddaje również w wątpliwość odesłanie zawarte w art. 82 ust. 2 i art. 83 ust. 4 ustawy, które, przy ustalaniu ceny akcji należnej akcjonariuszom, odwołuje się jedynie do postanowień art. 79 ust. 1-3 ustawy, podczas gdy regulacje dotyczące ceny akcji w wezwaniach dokonywanych na rynku regulowanym zawarte są również w innych przepisach. Wydaje się, że tak w sytuacji przymusowego wykupu (art. 82), jak i przymusowego odkupu (art. 83) cena akcji powinna być ustalana analogicznie jak ma to miejsce przy zniesieniu dematerializacji akcji i wycofania ich z obrotu tj. z odpowiednim uwzględnieniem przepisów art. 77-79f. Odesłanie takie przewidziano w projektowanym art. 91 ust. 6 ustawy (art. 1 pkt 20 lit. b Projektu) i w ocenie Giełdy powinno ono dotyczyć również sytuacji opisanych w art. 82 ust. 2 i 83 ust. 4 ustawy. 2. Art. 92 ustawy: W związku z faktem, że zniesienie dematerializacji akcji dotyczy również spółek, których akcje zostały wprowadzone do obrotu na rynku ASO należy odpowiednio zmodyfikować treść obecnego art. 92 ustawy, tak by dotyczył on również takich

			sytuacji.
42	Propozycje dodatkowych zmian	Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	Art. 91 ustawy o ofercie Przedmiotem ustawy nowelizującej jest również zmiana regulacji odnoszących się do zniesienia dematerializacji akcji. Oceniając pozytywnie proponowane rozwiązania, Stowarzyszenie pragnie w tym miejscu zwrócić uwagę, że pilnej interwencji ustawodawcy wymagają również inne przypadki wycofania akcji emitenta z zorganizowanego obrotu. Zarówno obecnie obowiązujące przepisy ustawy o ofercie jak i proponowane zmiany legislacyjne poruszają wyłącznie zagadnienie ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku dobrowolnego zamiaru wycofania akcji z zorganizowanego systemu obrotu i ściśle związanego z tym wymogu zniesienia dematerializacji akcji. Tymczasem bardzo częstą grupą przypadków wycofania akcji z zorganizowanego systemu obrotu jest ich wycofanie z mocy prawa na skutek upływu sześciomiesięcznego terminu od dnia uprawomocnienia się postanowienia o ogłoszeniu upadłości emitenta (art. 91 ust. 9 ustawy o ofercie) oraz w wyniku nałożonej sankcji wykluczenia z obrotu. W obu przypadkach, pomimo że dane akcje nie znajdują się już w zorganizowanym obrocie, w dalszym ciągu mają postać zdematerializowaną, a w konsekwencji ich emitent ciągle ma status spółki publicznej (zgodnie z definicją zawartą w art. 4 pkt 20 ustawy o ofercie). Powyższe wynika z faktu, że sanacyjne wykluczenie akcji emitenta z zorganizowanego obrotu nie rodzi skutku w postaci zniesienia ich dematerializacji. W tym miejscu należy wyjaśnić, że ustawodawca polski w sposób ścisły powiązał możliwość dematerializacji akcji z przypadkami: oferty publicznej, dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, czy wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu. Należałoby więc, konsekwentnie, stanąć na stanowisku, że wykluczenie akcji z zorganizowanego systemu obrotu skutkuje przywróceniem im formy dokumentu. Obecnie obowiązujące przepisy rodzą wiele trudności zarówno dla spółek wykluczonych z zorganizowanego obrotu jak i ich akcjonariuszy. Przede wszystkim powstają poważne wątpliwości prawne według jakich przepisów należy zwoływać walne zgromadzenia w takich spółkach, czy według przepisów o spółkach publicznych, czy o „zwykłych” spółkach akcyjnych. Ponadto powoduje to znaczne niedogodności dla akcjonariuszy, dopóki bowiem posiadają oni na swoim rachunku papierów wartościowych zdematerializowane akcje, nie mogą zamknąć takiego rachunku. Doświadczenie wskazuje natomiast, że zbycie akcji poza rynkiem giełdowym w dodatku podmiotu wykluczonego z tego rynku jest skrajnie problematyczne, bowiem niezwykle trudno jest znaleźć jakikolwiek podmiot zainteresowany takimi walorami. Przedstawione powyżej wątpliwości ze szczególną mocą ujawniają się w przypadku spółek w upadłości, których akcje z mocy prawa, na podstawie art. 91 ust. 9 ustawy o ofercie zostały wycofane z obrotu na rynku regulowanym. Jak wskazuje praktyka przywołane przepisy budzą poważne kontrowersje, czy upływ sześciomiesięcznego terminu od uprawomocnienia się postanowienia o ogłoszeniu upadłości skutkuje jedynie wycofaniem akcji z obrotu z mocy prawa, czy również z mocy prawa powinno nastąpić zniesienie ich dematerializacji. Jedynie tytułem przykładu warto w tym miejscu wskazać, że w przypadku upadłości spółki Hydrobudowa S.A. przyjęto interpretację, że upływ sześciomiesięcznego terminu, o którym mowa powyżej skutkuje jednocześnie obowiązkiem zniesienia dematerializacji akcji. Z kolei w przypadku upadłości Krośnieńskich Hut Szkła Krosno S.A. akcje do dnia dzisiejszego mają postać zdematerializowaną. Skutkowało to licznymi problemami przy zwołaniu walne-

			go zgromadzenia. Nawet przedstawiciel Skarbu Państwa obecny na takowym zgromadzeniu 31 lipca 2012 r. nie dysponował imiennym zaświadczeniem o rejestracji na walne zgromadzenie, albowiem jak się okazało wiele domów maklerskich takich zaświadczeń nie wystawiało. Emitent nie był już obsługiwany przez KDPW przy zwoływaniu walnego zgromadzenia, mimo że akcje ciągle pozostawały zdeponowane w Krajowym Depozycie. Mając powyższe na uwadze, w ocenie Stowarzyszenia istotne jest, aby jednoznacznie rozstrzygnąć, iż wycofanie, z mocy prawa, akcji z zorganizowanego systemu obrotu na skutek upływu sześciomiesięcznego terminu od daty uprawomocnienia się postanowienia o upadłości emitenta, skutkuje nie tylko zaprzestaniem podlegania obowiązkom określonym w rozdziale 4 ustawy o ofercie, ale przede wszystkim rodzi obowiązek zniesienia ich dematerializacji. W ocenie Stowarzyszenia, również w przypadku sanacyjnego wykluczenia akcji z zorganizowanego systemu obrotu emitent powinien być zobligowany do przywrócenia im tradycyjnej formy dokumentu. Nie do pogodzenia jest sytuacja w której, dobrowolne wycofanie akcji z zorganizowanego systemu obrotu wymaga zniesienia dematerializacji, zaś sanacyjne ich wykluczenie takiego obowiązku nie rodzi. W wyniku wykluczenia emitenta, pozostają oni akcjonariuszami w spółce co do której nie ma nawet pewności pod jakie regulacje podlega, co rodzi spore pole do dalszych nadużyć i stosowania określonych przepisów prawa.
43	Propozycje dodatkowych zmian	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	Wnosimy o wprowadzenie do projektu zmiany umożliwiającej rozwiązywanie umowy o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych, na podstawie jednostronnego oświadczenia woli złożonego emitentowi przez Krajowy Depozyt po upływie 6 miesięcy od dnia uprawomocnienia się postanowienia o ogłoszeniu upadłości emitenta obejmującej likwidację jego majątku lub postanowienia o oddaleniu wniosku o ogłoszenie jego upadłości ze względu na to, że majątek spółki nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania. Zmiana taka pozwoliłaby zapobiec dalszemu narastaniu zadłużenia po stronie emitentów niewypłacalnych lub, wobec których prowadzone jest postępowanie upadłościowe zmierzające do likwidacji ich majątku. W większości przypadków emitenci postawieni w stan upadłości zmierzającej do likwidacji ich majątku zaprzestają wnoszenia opłat rocznych za uczestnictwo w Krajowym Depozycie (w praktyce jest to jedyna opłata naliczana takim emitentom). W związku z powyższym Krajowy Depozyt proponuje, aby w art. 91 w ust. 9 zdanie drugie otrzymało brzmienie: <i>„Zniesienie dematerializacji akcji następuje nie wcześniej niż z dniem upływu tego terminu, <u>na podstawie jednostronnego oświadczenia woli złożonego emitentowi przez Krajowy Depozyt.</u>”</i>