

## Projektowane zmiany przepisów o wezwaniach

Obecnie trwają prace nad istotnymi zmianami przepisów o wezwaniach, których wejście w życie planowane jest na rok 2015.

Ostateczny kształt regulacji nie jest przesądzony (rządowy projekt ustawy nie trafił jeszcze do Parlamentu), ale kierunek proponowanych zmian wskazuje, że będą one miały bardzo istotny wpływ na sytuację strategicznych inwestorów w spółkach publicznych. Celem zapowiadanych zmian jest bowiem, przede wszystkim, wzmocnienie ochrony mniejszościowych akcjonariuszy w sytuacji przejścia kontroli nad spółką publiczną. Drugim z deklarowanych celów nowelizacji jest lepsze dostosowanie obecnych przepisów do wymogów Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2004/25/EC w sprawie ofert przejęć („Dyrektywa o przejęciach”). Zapowiadane zmiany mogą istotnie zwiększyć koszt przejścia kontroli nad spółkami publicznymi, stąd już teraz warto zapoznać się z najważniejszymi z nich.

### USUNIĘCIE OBOWIĄZKOWYCH WEZWAŃ PONIŻEJ PROGU 33 1/3% GŁOSÓW W SPÓŁCE

Projekt ustawy przewiduje usunięcie istniejącego obowiązku ogłoszenia wezwania w przypadku zamiaru zwiększenia udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce o więcej niż (i) 10% w okresie krótszym niż 60 dni przez podmiot, który kontroluje mniej niż 33% ogólnej liczby głosów w spółce, albo (ii) 5% w okresie krótszym niż 12 miesięcy przez podmiot, który kontroluje co najmniej 33% ogólnej liczby głosów w spółce. Zgodnie z nowymi regulacjami, obrót akcjami spółki publicznej, do momentu osiągnięcia nowego progu 33 1/3% ogólnej liczby głosów, może odbywać się w transakcjach prywatnych, choć inwestor będzie miał prawo (ale nie obowiązek) ogłosić wezwanie na akcje reprezentujące co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce („wezwanie dobrowolne”). Zmiana ta przybliży nas do regulacji obowiązujących w innych państwach członkowskich UE, wprowadzonych w ramach implementacji Dyrektywy o przejęciach.

### OBOWIĄZKOWE WEZWANIE NA WSZYSTKIE POZOSTAŁE AKCJE

Obecne przepisy nakładają na inwestora obowiązek ogłoszenia wezwania w sytuacji, gdy zamierza przekroczyć próg: (i) 33% ogólnej liczby głosów w spółce (w takim wypadku musi on ogłosić wezwanie na liczbę akcji, która pozwoli mu osiągnąć próg 66% ogólnej liczby głosów w spółce) oraz (ii) 66% ogólnej liczby głosów w spółce (w takim wypadku musi on ogłosić wezwanie na wszystkie pozostałe akcje). W to miejsce na inwestora, który przekroczy próg 33 1/3 % lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce, nowe przepisy nakładają obowiązek ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki w terminie 3 miesięcy od przekroczenia wskazanego progu, chyba że (ale tylko w przypadku przekroczenia progu 33 1/3 %) w tym terminie zmniejszy on zaangażowanie w spółce do nie więcej niż 33 1/3% ogólnej liczby głosów. Z obecnego kształtu projektu można wnioskować, że akcjonariusze spółek publicznych, którzy obecnie kontrolują ponad 33 1/3% i nie więcej niż 66% ogólnej liczby głosów w spółce, a wcześniej prawidłowo wykonali obowiązki wezwaniowe, będą mogli nadal nabywać dodatkowe akcje bez obowiązku ogłoszenia wezwania, aż do przekroczenia progu 66% ogólnej liczby głosów w spółce.

Ustawodawca zamierza zatem wprowadzić niewzruszalne domniemanie prawne polegające na uznaniu, że kontrola nad więcej niż 33 1/3% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej oznacza w praktyce kontrolę nad tą spółką. Przyjęcie tej konkluzji jest dopuszczalne na podstawie art. 5.3 Dyrektywy o przejęciach i pozostaje w zgodzie z praktyką wielu innych państw członkowskich UE. Należy jednak zauważyć, że

Niniejszy materiał został przygotowany w celu poinformowania Klientów kancelarii o określonych istotnych zmianach w prawie polskim i nie stanowi porady prawnej dotyczącej konkretnej sytuacji któregoś z Klientów i nie powinien być traktowany przez Klientów jako porada.



obniżenie ustawowego progu „kontroli” nad spółką w połączeniu z dość rygorystycznymi regulacjami dotyczącymi minimalnej ceny oferowanej w wezwaniu (które, poza zmianą wskazaną poniżej, zostaną zachowane) najprawdopodobniej spowoduje zwiększenie kosztów przejścia spółki publicznej i może tym samym zniechęcić strategicznych inwestorów do zwiększania swojego zaangażowania kapitałowego w takie spółki. Warto podkreślić, że projektowane przepisy intertemporalne przewidują, że do wezwań ogłoszonych przed wejściem w życie ustawy stosować będzie się przepisy dotychczasowe.

## MINIMALNA CENA W WEZWANIU

Obecnie obowiązujące przepisy wymagają, aby minimalna cena w wezwaniu nie była niższa niż najwyższa cena za akcje spółki publicznej zapłacona przez wzywającego (lub podmiot należący do jego grupy kapitałowej lub działający z nim w porozumieniu) w okresie 12 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania (poza tym, że nie może być ona niższa niż średnia cena rynkowa akcji z wskazanego w przepisach okresu poprzedzającego ogłoszenie wezwania). Nowe regulacje eliminują lukę w prawie, pozwalającą na obchodzenie wymogów minimów cenowych przez wnoszenie akcji spółki publicznej do spółki celowej, a następnie odsprzedażanie jej nowemu strategicznemu inwestorowi (pośrednie nabycie). Po nowelizacji przy obliczaniu minimalnej ceny oferowanej w wezwaniu trzeba będzie bowiem brać pod uwagę także cenę zapłaconą za akcje spółki nabyte w sposób pośredni. W takiej sytuacji, na potrzeby określenia minimalnej ceny w wezwaniu, cena zapłacona pośrednio ma być ustalana przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych.

## DELISTING

Nowe przepisy utrudnią także delisting spółki publicznej i przywrócenie akcjom formy dokumentów. Obecnie uchwała walnego zgromadzenia spółki publicznej o delistingu wymaga większości 80% głosów, według nowych przepisów próg ten zostanie podniesiony do 90% (przy zachowaniu dotychczasowego wymogu kworum 50% kapitału zakładowego reprezentowanego na walnym zgromadzeniu).

Podsumowując, projektowane zmiany zapewne poprawią sytuację inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych, posiadających mniejsze udziały w spółkach publicznych. Z drugiej strony jednak zwiększą one koszty przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi dla inwestorów strategicznych, w tym branżowych. Czas pokaże, czy korzyści uzyskane przez mniejszych inwestorów przeważą nad stratami wynikającymi z utrudnienia strategicznym inwestorom przejmowania kontroli na spółkami publicznymi.

W przypadku jakichkolwiek pytań związanych z przedstawionymi powyżej zagadnieniami prawnymi oraz ich możliwym wpływem na działalność gospodarczą danego Klienta w Polsce prosimy o kontakt.



**dr Andrzej W. Kawecki**  
Senior Partner  
+48 22 608 70 07  
andrzej.kawecki@skslegal.pl



**Krzysztof Pawlisz**  
Partner, radca prawny  
+48 22 608 70 50  
krzysztof.pawlisz@skslegal.pl



**Justyna Młodzianowska**  
Of counsel, radca prawny  
+48 22 608 70 41  
justyna.mlodzianowska@skslegal.pl