

raport

**Anna
Koper**

anna.koper@parkiet.com

**Błażej
Dowgielski**

blazej.dowgielski@parkiet.com

Ministerstwo Finansów przekazało wkrótce do konsultacji projekt zmian ustawy o ofercie publicznej. Do najważniejszych propozycji zaliczyć można wprowadzenie obowiązku ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje spółki publicznej po przekroczeniu 33,33 proc. udziału w ogólnej liczbie głosów na jej walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, wprowadzenie zamkniętego katalogu form zabezpieczenia wezwania i zwiększenie uprawnień KNF w kwestii wezwań. Pisaliśmy o tym w „Parkiecie” w środę i czwartek. To jednak nie wszystkie modyfikacje, jakich oczekuje rynek. Dotarliśmy do przygotowanego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zestawienia zmian, które wzmocniłyby ochronę inwestorów.

Wątpliwości przy wezwaniach...

SII wnioskuję o wprowadzenie licznych zmian, zwłaszcza w przepisach dotyczących wezwań. Uwagi ma m. in. do uregulowań dotyczących pośredniego nabycia papierów oraz progów, których przekroczenie powinno powodować konieczność ogłoszenia wezwania. Dużo kontrowersji wywołuje pierwsza kwestia. W przeszłości wątpliwości w tej sprawie pojawiły się m.in. w związku z przejściem Prospera przez Torfarm czy kupna Zakładów Elektroniki Górniczej przez Zabrzezańskie Zakłady Mechaniczne. W obydwu wypadkach przejmujący nabyli część akcji pośrednio (kupując inne spółki), a w ogłoszonych potem wezwaniach zaproponowali znacznie niższe kwoty. Dzięki przejściu spółki Infrabud ZZM kupiły 65 proc. walorów ZEG, płacąc po 44 zł za sztukę. W ogłoszonym potem wezwaniu zaproponowały natomiast 36,8 zł za akcję. Za firmę posiadającą 2,1 mln walorów Prospera Torfarm zapłacił 49,7 mln zł. Przy założeniu, że był to jedyny majątek tego podmiotu, daje to około 23,6 zł za papier. W wezwaniu płacił natomiast 8,34 zł.

Zgodnie z przepisami ustawy o ofercie cena w wezwaniu nie może być niższa od ważonego obrotami średniego kursu z ostatnich sześciu miesięcy oraz od ceny zapłaconej przez wzywającego za walory danego podmiotu w ciągu 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Wątpliwości prawników budzi kwestia, czy przy wyliczeniu ceny minimalnej może zostać pominięty zakup pośredni. SII zwraca uwagę na to, że z ustawy wynika, iż cena w wezwaniu nie może być niższa od zapłaconej za akcje, a nie za będących ich właścicielem podmiot. Literalna interpretacja przepisów może zatem prowadzić do wniosku, że przy ustalaniu ceny w wezwaniu będzie brany pod uwagę wyłącznie zakup bezpośredni. Tak też było w dotychczasowej praktyce. KNF analizowała bowiem zarówno wezwanie Torfarmu, jak i ZZM pod kątem zgodności z przepisami. Nie doszukała się jednak żadnych nieprawidłowości. Stowarzyszenie uważa, że takie wykorzystanie ustawy jest nieuprawnione i krzywdzi drobnych akcjonariuszy. Jeśli bowiem akcje są jedynymi lub prawie jedynymi aktywami danego podmiotu, to celem jego przejścia jest bez wątpienia chęć kupna papierów spółki giełdowej. W takim wypadku łatwo ustalić cenę płaconą za jedną akcję.

Sprawa się komplikuje, jeśli dany podmiot posiada również inny majątek. Dlatego SII postuluję, by w razie przejścia pośredniego kupujący miał obowiązek ujawnienia wyceny danej firmy oraz wartości poszczególnych składników jej majątku. W ustawie powinien się znaleźć także zapis, że przy ustalaniu ceny w wezwaniu pod uwagę powinny być brane kwoty płacone za papiery zarówno w wyniku bezpośredniego, jak i pośredniego ich nabycia. Zdaniem Stowarzyszenia przepisy wymagają sprecyzowania nie tylko w zakresie jednego artykułu ustawy o ofercie. Nawet uwzględnienie pośredniego zakupu będzie bowiem umożliwiało zaniżenie wyceny kupowanych akcji. – Wystarczy, że do danego podmiotu wniesie się aportem aktywa, których wartość łatwo zawyżyć. Jeśli wycena tego aportu będzie znaczna, to automatycznie spadnie wartość akcji – wyjaśnia Paweł Wielgus z SII. Niewykluczone, że wniosek Stowarzyszenia zostanie wkrótce wprowadzony w życie. Z naszych informacji wynika, że kwestia ta została uwzględniona w projekcie przygotowanym przez resort finansów.

Rynek czeka na zmiany przepisów

Trwają prace nad modyfikacjami kluczowych dla rynku kapitałowego ustaw. Na pierwszy ogień poszły wezwania. W kolejce czekają jednak już kolejne regulacje, których zmian oczekują przedstawiciele rynku

Z postulatem zmiany tych zapisów nie zgadza się Tomasz Jaros, radca prawny z kancelarii Chalas i Wspólnicy. Jego zdaniem obowiązujące regulacje dostatecznie chronią drobnych akcjonariuszy. – Postulat SII, by w ustawie znalazły się zapisy nakazujące konstruowanie ceny również z uwzględnieniem kwot zapłaconych w transakcjach pośredniego nabycia, wydaje się nie do zrealizowania. Należy również wziąć pod uwagę, iż cena płacona za znaczny pakiet akcji zawsze będzie odbiegać in plus od ceny oferowanej drobnemu graczowi – uzasadnia. – Nie podlega także dyskusji, iż podmiot zobowiązany do ogłoszenia wezwania nie będzie zainteresowany zawieraniem transakcji pozasesyjnych z pojedynczymi akcjonariuszami, dysponującymi niewielką liczbą akcji. Są więc oni skazani na dokonywanie transakcji na rynku, tak więc ukształtowanie ceny w wezwaniu w oparciu o średni kurs z ostatnich sześciu miesięcy przed jego ogłoszeniem jest w pełni uzasadnione – dodaje.

...i fuzjach

Akcjonariusze mniejszościowi mogą zostać narażeni na straty również w razie fuzji spółek. Kontrowersje budzą niekiedy parytet wymiany akcji. Uchwała połączeniowa nie może jednak zostać zaskarżona, jeśli akcjonariusz ma zastrzeżenia wyłącznie do stosunku wymiany papierów. Udziałowiec może co prawda wytoczyć proces cywilny, jeśli podejrzewa, że biegle nierzetelnie zbadał plan połączenia lub zarządy łączących się spółek zataiły istotne informacje. Stowarzyszenie zaznacza jednak, że sprawy tego typu są trudne dla sądów cywilnych, co znacznie komplikuje dochodzenie wyrównania kwoty otrzymanej za akcje wchłanianej spółki. Dlatego opowiada się za wprowadzeniem rozwiązania analogicznego do zastosowanego w prawie niemieckim, w którym dla spraw tego typu przewidziany jest specjalny tryb. – W Niemczech również nie można zaskarżyć uchwały połączeniowej w oparciu jedynie o zastrzeżenia do parytetu wymiany akcji. Jeśli akcjonariusz uzna jednak, że został pokrzywdzony przez jego zaniżenie, to może zwrócić się do sądu o ponowne zbadanie procesu fuzji. Rejestracja połączenia nie jest w takim wypadku wstrzymywana, jednak gdy sąd przychyli się do postulatów akcjonariusza, to otrzymuje on wyrównanie w gotówce – mówi Wielgus.

Propozycje SII akceptuje zasadniczo Mateusz Rodzyńkiewicz z kancelarii Oleś & Rodzyńkiewicz, wskazując jednak na pewne problemy. – Proponowane rozwiązanie jest interesujące, gdyż oznacza udzielenie ochrony prewencyjnej akcjonariuszom i zwalnia od konieczności dowodzenia szkody w odrębnym procesie. Wprowadzenie rozwiązania niemieckiego oznaczałoby jednak mnożenie procedur, skoro już na podstawie obecnych przepisów parytet wymiany jest badany przez biegłego sądowego. Parytet byłby dwukrotnie oceniany przez biegłych – mówi. Jego zdaniem lepszym rozwiązaniem mogłoby być nałożenie na biegłego obowiązku stwierdzenia, czy parytet nie narusza praw akcjonariuszy mniejszo-

ściowych, a w razie stwierdzenia naruszenia biegle ustalałby wysokość kompensaty.

Główni akcjonariusze i zarządy na świeczniku

W ostatnim czasie dużo mówiono o uchwalonej przez akcjonariuszy Pol-Aquy zmianie statutu. Do dokumentu trafił zapis, że uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy będą ważne, pod warunkiem że udział wezmą w nim udziałowcy reprezentujący co najmniej 51 proc. głosów. Żadna decyzja nie zostanie zatem podjęta, jeśli na walnym nie pojawi się Dragados kontrolujący 66 proc. akcji polskiej firmy. Kodeks spółek handlowych przewiduje możliwość wprowadzenia do statutu zapisu o kworum. Zdaniem SII taki zapis nie ma jednak uzasadnienia, gdy pełną kontrolę nad WZA sprawuje jeden akcjonariusz. Stowarzyszenie postuluje rozważenie możliwości usunięcia z KSH tego upoważnienia. Dopuszcza, że kworum mogłoby zostać uchwalone tylko przez porozumienie akcjonariuszy, z których żaden nie ma samodzielnej kontroli nad spółką. Problem pojawiłby się jednak w razie odkupienia dającego kontrolę pakietu akcji takiej firmy przez innego inwestora.

Anna Bajerska, partner w kancelarii Chalas i Wspólnicy, jest niechętna usunięciu zapisu do-

Czasem zarząd spółki może utrudniać akcjonariuszom korzystanie z przysługujących im praw

tyczącego kworum. – Nie jestem zwolenniczką ograniczania praw akcjonariusza większościowego w tym zakresie. Wydaje mi się, że zakaz wprowadzania do statutu zapisów o kworum byłby zbyt dużą ingerencją – mówi. – Opowiadałabym się raczej za wprowadzeniem mechanizmów chroniących drobnych inwestorów, jeśli główny akcjonariusz nadużywa uprawnień. Uzasadnione byłoby np. wprowadzenie zapisu, że jeśli nie pojawi się na WZA, to na kolejnym, które zajmować się będzie tą samą sprawą, kworum nie będzie obowiązywać lub zostanie obniżone – dodaje.

Korzystanie z praw może akcjonariuszom utrudnić także sam zarząd. Udziałowcom posiadającym co najmniej 50 proc. głosów lub 50 proc. kapitału zakładowego przysługuje prawo zwolania NWZA. Wystarczy jednak, że zarząd nie umieści ogłoszenia w tej sprawie na stronie inter-

netowej spółki oraz nie opublikuje komunikatu, aby można było podnieść zarzuty, że zostało ono zwołane z naruszeniem przepisów (prawo wnioskowania o zwolanie NWZA i umieszczenie w jego porządku konkretnych punktów przysługujące również akcjonariuszom reprezentującym co najmniej 5 proc. kapitału, jeśli zarząd nie spełni ich żądania w ciągu dwóch tygodni, to do zwolania walnego może ich upoważnić sąd). – W KSH powinien znaleźć się zapis, że w takiej sytuacji zgromadzenie jest ważne. Postulujemy również wprowadzenie dla zarządu sankcji za nieuprawnione zwłeki z zwołaniem NWZA – mówi Wielgus.

Zmiany tego przepisu oczekuje również Mateusz Rodzyńkiewicz, którego zdaniem w nowelizacji KSH jest istotna luka. Akcjonariusz może co prawda zwrócić się do sądu rejestrowego z wnioskiem o upoważnienie go do zwolania walnego. Rodzyńkiewicz podkreśla jednak, że na gruncie obecnych przepisów wątpliwe jest, czy takie upoważnienie zastępuje konieczność ogłoszenia o NWZA na stronie internetowej spółki. – Postulowałbym wprowadzenie trybu wymuszania zwolania walnego, polegającego na uprawnieniu akcjonariuszy do opublikowania w Monitorze Sądowym i Gospodarczym ogłoszenia w tej sprawie na koszt spółki, jeśli w określonym terminie od doręczenia zarządowi żądania zwolania NWZA odpowiedni komunikat nie pojawi się na jej stronie www – mówi. – Takie ogłoszenie zastępowałoby normalny tryb zwoływania walnego w spółce publicznej. Jeśli w przedsiębiorstwie toczy się walka o władzę, to nawet nałożenie kary pieniężnej na zarząd nie musi doprowadzić do zwolania NWZA – dodaje.

Stowarzyszenie wskazuje, że prawo umożliwiania zarządom wymigiwanie się od udzielania informacji akcjonariuszom w czasie obrad WZA i poza nim. Na czym polega problem? SII wskazuje, że każdy akcjonariusz może wystąpić do zarządu o udzielenie informacji dotyczącej spraw objętych porządkiem obrad. Odmowa jej udzielenia jest podstawą do zwrócenia się do sądu rejestrowego o zobowiązanie zarządu do odpowiedzi. Warunkiem koniecznym jest jedynie złożenie do protokołu sprzeciwu. Zarząd może również odmówić udzielenia informacji na walnym, zobowiązując się do odpowiedzi na piśmie w ciągu dwóch tygodni. – Zdarza się jednak, że zarząd nie wywiązuje się z obietnicy lub udziela zdawkowych odpowiedzi. W tej sytuacji akcjonariusz nie ma już prawa do skorzystania z sądowej procedury, ponieważ nie złożył sprzeciwu do uchwały w protokole – mówi Wielgus i dodaje, że zdaniem SII konieczne wydaje się wprowadzenie procedury umożliwiającej zwrócenie się do sądu rejestrowego, gdy zarząd nie wywiązał się należycie z obietnicy.

Bez fauli na walnych

Stowarzyszenie wskazuje, że regulacje dotyczące przebiegu walnych należałoby zmienić również w innych miejscach. Postuluje m. in., by ograniczyć możliwość zmiany w trakcie obrad projektów niektórych uchwał, zwłaszcza tych,

które pociągają za sobą zmiany statutu. SII zwraca np. uwagę, że o ile nie można dopisać lub wykreślić zapisu stwierdzającego, że podwyższenie kapitału przeprowadzane jest w drodze emisji z prawem poboru, o tyle praktyka dopuszcza inne, kluczowe dla akcjonariuszy modyfikacje, jak wysokość podwyższenia kapitału w ramach kapitału docelowego. – Czym innym jest upoważnienie zarządu do emisji w ofercie prywatnej akcji stanowiących kilka procent kapitału, a czym innym zgoda na jego podwojenie. Przyzwolenie na zmiany treści uchwał dotyczących ustalenia wielkości emisji może prowadzić do nadużyć – uważa Wielgus. Czy powinno to być zabronione? – Nie chcemy tego przesądzać. Liczymy, że wspólnie z innymi uczestnikami rynku znajdziemy kompromisowe rozwiązanie – mówi. Radosław Kwaśnicki z kancelarii Kwaśnicki, Wróbel i Partnerzy nie jest entuzjastą tej propozycji. – Jeśli w porządku obrad jest mowa o zmianach w statucie, każdy akcjonariusz musi się liczyć z tym, że te zmiany mogą – na podstawie projektów zgłoszonych na WZA – znacznie „urosnąć” lub „się zmniejszyć” – mówi. Dodaje, że jego zdaniem obecnie rozwiązanie jest korzystne dla drobnych akcjonariuszy. – Na WZA propozycje zmian może wnieść każdy akcjonariusz. Zmieniając tę zasadę, zamknijemy usta drobnym inwestorom – uważa.

Emisje akcji pod specjalnym nadzorem

Regulacje dotyczące podwyższania kapitału i emisji akcji są tymi, w których zdaniem SII jest szczególnie dużo do zmiany. Wskazuje kilka procedur i praktyk, które stosowane w złej wierze godzą w interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Przykłady? Chodzi m.in. o jednoczesne obniżenie i podwyższenie kapitału zakładowego. Stowarzyszenie przyznaje, że wykonanie tych dwóch czynności jednocześnie jest z reguły korzystne dla spółki (pozwała uniknąć postępowania konwokacyjnego, w którym wierzyciele mogą domagać się zaspokojenia roszczeń), pozostawia jednak furtkę do przejęcia kontroli lub znaczącego umocnienia się w akcjonariacie przy wykorzystaniu środków równych nawet kilku procentom kapitalizacji spółki. – Potrafię sobie wyobrazić sytuację, w której przy rozdrobnionym i biernym akcjonariacie, mając niewielką liczbę akcji i przychylny zarząd, można przegłosować obniżenie kapitału o kilkadziesiąt procent przez zmniejszenie wartości nominalnej akcji i równocześnie przeferować emisję prywatną po dopiero co ustalonej niższej wartości nominalnej. Jeśli nowe akcje trafiają tylko do jednej osoby, to możliwe jest przejęcie pełnej kontroli nad spółką – wyjaśnia Wielgus.

Do takiej sytuacji doszło na WZA Fonu w grudniu 2008 r., kiedy dwóch akcjonariuszy, kontrolujących 4,1 proc. kapitału, zmieniło projekty uchwał emisji akcji w ofercie prywatnej, sprawiając, że nowe walory miały stanowić nie 1,5 proc. kapitału, jak proponowano, ale 45 proc. Ostatecznie wykonanie tych uchwał zablokowano.

Sam sposób ustalania ceny akcji w emisji bez prawa poboru również należałoby sprecyzować. – KSH wskazuje, że przy emisji bez prawa poboru zarząd powinien podać cenę emisyjną lub określić sposób jej ustalenia. A praktyką stało się udzielanie zarządowi upoważnienia do jej ustalenia. To błąd – akcjonariusze zgodnie z prawem powinni zdecydować, jak ustalić cenę, a nie kto ma to w ich imieniu zrobić – uważa Stowarzyszenie. Zdaniem SII wskazanie sposobu ustalenia ceny to nie to samo, co wskazanie organu, który tę cenę arbitralnie ustali. Dlaczego jest to tak istotne? – Akcjonariusze mają prawo wiedzieć, po jakiej cenie będą sprzedawane akcje nowym inwestorom. Na rynku powszechna stała się praktyka emisji prywatnych, kierowanych do wybranych podmiotów często będących już akcjonariuszami spółki, po cenach znacznie niższych od rynkowych – mówi Wielgus.

Stowarzyszenie przyznaje, że podawanie ceny w uchwale w sprawie emisji prywatnej według wielu osób stoi w sprzeczności z regulacjami dotyczącymi takiej formy emisji. – Rozwiązaniem może być zapisanie w uchwale mechanizmu jej ustalania, takiego jak średnia arytmetyczna z ustaloną premią lub dyskontem – uważa SII. Zle przeprowadzone emisje z prawem poboru również mogą przynieść straty inwestorom. Błę-

dem, zdaniem SII, jest wyznaczanie dnia przyznania prawa poboru przed zatwierdzeniem prospektu przez KNF. Co w tym złego? – Przyznanie jednostkowych praw poboru i odjęcie ich teoretycznej wartości od rynkowej ceny akcji następuje wtedy, gdy nie ma pewności, czy do emisji dojdzie. Do czasu zaakceptowania prospektu inwestor pozostaje z kapitałem zamrożonym w niezbywalnych prawach poboru. Do emisji wcale nie musi dojść – spółka może od niej odstąpić, KNF może odrzucić prospekt – przekonuje Stowarzyszenie. Teoretycznie po informacji o niedożyciu emisji do skutku kurs akcji powinien wrócić do poziomu sprzed odciążenia PP. W praktyce bywa jednak inaczej, co ilustruje przykład nieudanej emisji akcji serii F Fonu. W czerwcu 2007 r. giełda skorygowała kurs w związku z odjęciem prawa poboru (z 87 gr do 29 gr). Do emisji jednak nie doszło, bo prospekt zawierał fałszywe dane. Nieudane próby przeprowadzenia kolejnej emisji akcji, do udziału w której prawo mieliby właściciele praw poboru wydanych na potrzeby anulowanego podwyższenia kapitału, trwały ponad rok, zanim KDPW wyrejestrował z rachunków jednostkowe prawa poboru. W międzyczasie akcjonariusze Fonu zafundowali sobie split, co dodatkowo utrudniło rynkowi skorygowanie wyceny akcji do poziomu sprzed nieudanej emisji.

Na tym nie koniec. SII postuluje również, by zastanowić się nad możliwością wprowadzenia ograniczeń przy zmianie sposobu wykorzystania środków pozyskanych z emisji akcji lub obligacji. – Przywróćmy powagę celom emisyjnym. Inwestorzy, kupując papiery wartościowe, inwestują w konkretne przedsięwzięcia dające nadzieję na określone zyski – uważa SII. Wskazuje, że obecnie zarządy mają dowolność zmiany sposobu wykorzystania pozyskanych środków. – Nie brak na rynku przykładów spółek, które środki pozyskane pod akwizycję przeznaczają na bieżącą działalność lub na zakup aktywów, o których nie było mowy w dokumentach emisyjnych. To nadużywanie zaufania inwestorów niepodlegające żadnej sankcji – mówi Wielgus.

Uzbroić (bezbronnych) inwestorów

Stowarzyszenie chciałoby też ułatwić inwestorom indywidualnym występowanie przeciwko spółkom naruszającym ich interesy. W jaki sposób? Między innymi przez ułatwienie zaskarżania uchwał WZA. SII postuluje, by spółki musiały publikować w raporcie bieżącym protokoły z walnych zgromadzeń akcjonariuszy. – Są one niezbędne do sądowego dochodzenia praw. Obecnie akcjonariusz musi zdobyć protokół samodzielnie lub zwrócić się do sądu o zobowiązanie zarządu do jego dostarczenia. Zmiana ta skróciłaby postępowanie sądowe i umożliwiłaby opracowanie skuteczniejszej strategii procesowej – ocenia Wielgus i dodaje, że publikacja protokołów byłaby na rękę wszystkim akcjonariuszom. – Nieobecni mogliby na ich podstawie poznać przebieg WZA, w szczególności dowiedzieć się, jakie pytania zadawano zarządowi i jakich udzielił on odpowiedzi, jeśli zostały zaprotokołowane. Publikowanie tzw. minutes z walnych jest wpisane do kodeksu dobrych praktyk, ale niewiele spółek się na to decyduje – mówi Wielgus.

SII domaga się też skrócenia terminu, po jakim akcjonariusz może wytoczyć powództwo o naprawienie szkody wyrządzonej spółce. Obecnie ma do tego prawo dopiero po upływie roku. Stowarzyszenie wskazuje, że ze względu na powiązania personalne i biznesowe między członkami zarządu, rady nadzorczej i głównymi akcjonariuszami rzadko się zdarza, że spółka występuje przeciwko członkom jej organów. Z tego powodu udziałowiec powinien mieć natychmiastowe prawo do wytoczenia procesu. SII opowiada się za rozwiązaniem, w którym akcjonariusz informuje spółkę o wyrządzeniu jej szkody przez członka władz i wzywa do wytoczenia powództwa o naprawienie tej szkody. Jeśli w ciągu określonego czasu, znacznie krótszego niż rok, zarząd nie podejmie żadnych kroków w tej sprawie, to udziałowiec powinien mieć prawo do wstąpienia na drogę sądową. Zdaniem SII wprowadzenie takiego zapisu dałoby akcjonariuszom skuteczne narzędzie do majątkowego rozliczania zarządów za działania na szkodę spółki.

INWESTORZY INDYWIDUALNI WALCZĄ O SWOJE INTERESY

Obowiązujące przepisy	Zmiany proponowane przez SII	Uzasadnienie
Wezwanie na pozostałe akcje spółki		
Obowiązek ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje spółki ma akcjonariusz, który przekroczy 66-proc. udział w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu	Obniżenie progu zobowiązującego do ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje spółki do 33 proc.	Do przejęcia kontroli nad spółką nie potrzeba 66 proc. głosów. W prawodawstwie większości krajów UE próg przejęcia kontroli ustalono na poziomie zbliżonym do 33 proc.
Pośrednie nabycie akcji i jego konsekwencje dla wezwań		
Cena proponowana w wezwaniu nie może być niższa od ważonego obrotami średniego kursu z ostatnich sześciu miesięcy oraz ceny zapłaconej przez wzywającego za akcje danej spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy	Wprowadzenie do ustawy zapisu, że przy ustalaniu ceny w wezwaniu pod uwagę brana będzie również cena za akcję zapłaconą w wyniku zakupu pośredniego (przejęcia innego podmiotu). Nałożenie na wzywającego obowiązku ujawnienia wyceny przejętej firmy posiadającej akcje spółki publicznej oraz składników jej majątku.	Brak regulacji dotyczących wpływu zakupów pośrednich na cenę w wezwaniu krzywdzi akcjonariuszy mniejszościowych. Zdarzało się już bowiem, że proponowana dla nich cena za akcje była niższa niż kwota zapłaconą za papier w wyniku przejęcia pośredniego.
Wpływ ceny zapłaconej za akcje uprzywilejowane na cenę proponowaną w wezwaniu		
Brak uregulowań dotyczących możliwości do zapłacenia premii za akcje uprzywilejowane co do głosu.	Wprowadzenie do ustawy o ofercie publicznej odpowiednich regulacji uzależniających premię np. od tego, jaki udział dają akcje uprzywilejowane w ogólnej liczbie głosów.	Obecnie obowiązujące przepisy są niejednoznaczne i nieczytelne. Inwestorzy sami muszą zastanawiać się, jak rozwiązać tę kwestię.
Brak obowiązków w zakresie wezwań		
Ustawa zwalnia nabywcę znaczącego pakietu akcji z obowiązku ogłoszenia wezwania, jeśli zostały one nabyte w obrocie pieniężnym, w ramach wniesienia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego oraz w przypadku połączenia lub podziału spółki	Postulat zastanowienia się, czy zapis zwalniający a part z obowiązku ogłoszenia wezwania nie powoduje więcej szkód niż korzyści.	Obecnie obowiązujące przepisy można łatwo obejść.
Naruszenie interesu akcjonariuszy podczas fuzji spółek		
Uchwała połączeniowa nie podlega zaskarżeniu ze względu na zastrzeżenia dotyczące wyłącznej parytetu wymiany akcji.	Wprowadzenie zapisu, że akcjonariusz może zwrócić się do sądu z wnioskiem o ponowne zbadanie procesu fuzji.	Rejestracja połączenia nie zostanie wstrzymana, a poszkodowany akcjonariusz otrzyma wyrównanie (jeśli sąd przychylił się do jego postulatów).
Statutowe kworum dla ważności walnego zgromadzenia		
Akcjonariusze mogą wprowadzić do statutu zapis, że walne zgromadzenie będzie ważne pod warunkiem, że pojawią się na nim udziałowcy reprezentujący określoną liczbę akcji.	Rezygnacja z możliwości wprowadzenia do statutu wymaganego kworum lub wprowadzenie zapisu, że kworum będzie mogło zostać uchwalone tylko przez porozumienie akcjonariuszy, z których żaden nie ma samodzielnej kontroli nad spółką.	Gdy pełną kontrolę nad spółką sprawuje jeden akcjonariusz taki zapis może skutecznie uniemożliwić udziałowcom mniejszościowym korzystanie z przysługujących im praw. Akcjonariusz może bowiem uniemożliwić podjęcie jakiegokolwiek uchwały poprzez niepojawienie się na walnym.
Zwołanie walnego zgromadzenia przez akcjonariuszy		
Akcjonariusze reprezentujący co najmniej 50 proc. głosów lub kapitału zakładowego mogą zwołać nadzwyczajne walne zgromadzenie. Jeśli jednak zarząd nie umieści ogłoszenia w tej sprawie na stronie internetowej spółki oraz nie opublikuje odpowiedniego raportu bieżącego, to mogą pojawić się zarzuty, że walne zostało zwołane z naruszeniem obowiązujących przepisów.	Wprowadzenie zapisu, że zwołane przez akcjonariuszy walne zgromadzenie jest ważne, nawet jeśli zarząd nie opublikował odpowiednich ogłoszeń oraz wprowadzenie dla zarządu sankcji za nieuprawnione zwlekanie ze zwołaniem walnego.	Obecnie zarząd spółki ma możliwość skutecznego utrudnienia akcjonariuszom skorzystania z prawa do zwołania WZA.
Powództwo o naprawienie szkody wyrządzonej spółce		
Akcjonariusz ma prawo do wytoczenia powództwa o naprawienie szkody wyrządzonej spółce przez członków jej organów po upływie roku od powstania tej szkody.	Akcjonariusz powinien mieć możliwość żądania od spółki wytoczenia powództwa o naprawienie wyrządzonej jej szkody. Jeśli w określonym terminie (znacznie krótszym niż rok) zarząd nie zareaguje na ten wniosek, to powinien mieć prawo do wystąpienia na drogę sądową.	Wprowadzenie takiego zapisu dałoby akcjonariuszom skuteczne narzędzie do majątkowego rozliczania zarządów za działania na szkodę spółki.
Udzielanie informacji akcjonariuszom przez zarząd na WZA i poza nim		
Akcjonariusz może zwrócić się do zarządu o udzielenie informacji dotyczącej sprawy objętej porządkiem obrad WZA. Zarząd może udzielić odpowiedzi w trakcie WZA lub na piśmie w terminie dwóch tygodni. Jeżeli odmówi, akcjonariusz może złożyć sprzeciw do protokołu i poprzez sąd rejestrowy zobowiązać zarząd do udzielenia odpowiedzi.	Wprowadzenie procedury umożliwiającej akcjonariuszowi wystąpienie do sądu rejestrowego o zobowiązanie zarządu do udzielenia informacji, gdy zarząd zobowiązał się jej udzielić na piśmie, a następnie nie wywiązał się ze złożonej obietnicy.	Obecne regulacje umożliwiają zarządowi uchylać się od udzielenia akcjonariuszowi informacji.
Ograniczenie możliwości zmian projektów uchwał zmieniających statut w trakcie WZA		
Obecnie możliwe jest modyfikowanie projektów uchwał zmieniających statut w zakresie m.in. wielkości kapitału docelowego.	Sprawienie, by opublikowane przez WZA propozycje zmian w statucie były ostateczne i wiążące.	Zmiany statutu mogą mieć znaczący wpływ na sytuację spółki i jej akcjonariuszy, szczególnie jeżeli dotyczą podwyższania kapitału. Akcjonariusze mają prawo wiedzieć wcześniej, o ile zostanie podwyższony kapitał spółki.
Wyznaczenie dnia przyznania prawa poboru		
Istnieje możliwość wyznaczenia dnia prawa poboru przez złożeniem prospektu emisyjnego do KNF	Umożliwienie ustalenia prawa poboru akcji dopiero po zaakceptowaniu prospektu przez KNF.	Obecnie akcjonariuszom mogą zostać przydzielone jednostkowe prawa poboru, gdy dojdzie emisji do skutku nie jest przesądzone. Jednostkowe prawa poboru nie są instrumentem finansowym, nie można ich sprzedawać, a ich wartość odcinana jest od ceny akcji. Obecna sytuacja naraza akcjonariuszy na straty wynikające z zamrożenia kapitału w PP, w razie niedościa do skutku emisji cena akcji nie jest powiększana o wartość anulowanych PP.
Jednoczesne obniżenie i podwyższenie kapitału		
W trakcie jednego WZA możliwe jest obniżenie kapitału spółki poprzez zmianę nominalną akcji i równoczesne jego podwyższenie w drodze emisji akcji.	Rozważenie ograniczenia stosowania tej procedury, gdy podwyższenie kapitału następuje w drodze prywatnej emisji akcji.	Obecna procedura daje pole do nadużyć, w szczególności pozwala akcjonariuszom mającym nawet niewielki udział w akcjonariacie na znaczące zwiększenie udziału w nim przy wykorzystaniu środków równych nawet kilku procentom kapitalizacji spółki.
Sposób ustalania ceny emisyjnej w ofercie prywatnej		
Pomimo iż prawo nakazuje podczas WZA wskazanie sposobu ustalenia ceny emisyjnej, powszechną praktyką jest upoważnianie zarządu do jej ustalenia w późniejszym terminie.	Wprowadzenie mechanizmu ustalenia ceny emisyjnej, takiego jak średnia arytmetyczna z jednoznacznie ustaloną premią lub dyskontem.	Akcjonariusze mają prawo wiedzieć, po jakiej cenie będą oferowane akcje wybranym inwestorom już w momencie upoważnienia zarządu do przeprowadzenia emisji.
Publikacja protokołów z walnych zgromadzeń		
Publikacja protokołów z WZA w raporcie bieżącym nie jest nakazana prawem, lecz propozycją zapisaną w kodeksie dobrych praktyk.	Wprowadzenie obowiązku publikowania protokołów w raporcie bieżącym.	Protokół jest niezbędny do sądowego dochodzenia swoich praw przez akcjonariuszy. Obecnie akcjonariusze muszą zwracać się do sądu, by ten zobowiązał zarząd do przekazania protokołu. Zmiana skróciłaby czas postępowania sądowego.
Zmiana sposobu zagospodarowania środków pozyskanych z emisji papierów wartościowych		
Cele emisyjne, zapisane w prospekcie, tylko umownie obligują zarząd do wykorzystania środków pozyskanych z emisji w określony sposób.	Ograniczenie możliwości zmiany przeznaczenia środków pozyskanych z emisji. Upoważnienie do zmiany sposobu ich wydatkowania powinno udzielać akcjonariusze.	Inwestorzy mają prawo wiedzieć, w jaki sposób zostaną wydatkowane środki od nich pozyskane w momencie podejmowania decyzji o kupnie papierów wartościowych.
Zabezpieczenie kredytu lewarowego akcjami		
Dla zabezpieczenia kredytu pod zakup akcji mogą być wykorzystywane już posiadane przez inwestora walory. Ich wartość mnożona jest przez współczynnik, którego wysokość jest ustalana i następnie zmieniana przez kredytodawcę.	Ograniczenie możliwości maksymalnego poziomu obniżenia współczynnika w określonym czasie, np. 10 pkt. proc. w ciągu tygodnia, z wyjątkiem sytuacji ekstremalnych, takich jak bankructwo spółki.	Obecny uznaniowy sposób ustalania wysokości współczynnika i jego zmiany daje pole do nadużyć przez nieuczciwych kredytodawców.