

**Ewelina Rutkowska**

## **Implementacja XIII Dyrektywy do polskiego porządku prawnego – zagadnienia wybrane**

Tematem artykułu jest implementacja wybranych postanowień XIII Dyrektywy do polskiego porządku prawnego. Szczegółowo opisano obowiązek wystosowania wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji publicznej spółki akcyjnej w przypadku jej wrogiego przejęcia. Scharakteryzowano zasady neutralności i przełamania recypowane do ustawy o ofercie publicznej. Poddano ocenie prawidłowość implementacji XIII Dyrektywy do polskiego porządku prawnego oraz dopuszczalność stosowania środków obrony przed wrogim przejęciem.

### **1. Wprowadzenie**

Problematykę przejęć spółek publicznych, w tym tzw. wrogich przejęć, na gruncie prawa wspólnotowego reguluje XIII Dyrektywa<sup>1</sup>, obowiązująca od 21.4.2004 r. Z uwagi na doniosłość materii konsultacje w sprawie ostatecznego brzmienia tego aktu trwały kilkadziesiąt lat. Pierwotnie dążono do jak największej harmonizacji przepisów dotyczących przejęć kontroli nad publicznymi spółkami akcyjnymi. Tworzenie wspólnego rynku wymagało bowiem wprowadzenia jednolitych standardów w dziedzinie przejęć oraz zapewnienia względnie równej ochrony akcjonariuszom w sytuacji wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji<sup>2</sup>. Po latach od wejścia w życie XIII Dyrektywy można skonstatować, że jej cel nie został w pełni osiągnięty.

---

<sup>1</sup> Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.4.2004 r. w sprawie ofert przejęcia, Dz. U. UE. L. z 2004 r. Nr 142, s. 12 z późn. zm., dalej jako XIII Dyrektywa.

<sup>2</sup> K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim-uwagi de lege lata i de lege ferenda (cz.I)*, „Prawo spółek” 2006, nr 5, s.10; W. Sawicz, *Obowiązek lojalności członka rady nadzorczej wobec spółki akcyjnej w warunkach wrogiego jej przejęcia*, s. 169-170, [https://repozytorium.amu.edu.pl/bitstream/10593/10843/1/Doktorat\\_-\\_obowiazek\\_lojalnosci\\_-\\_16\\_wrzesien\\_2013.pdf](https://repozytorium.amu.edu.pl/bitstream/10593/10843/1/Doktorat_-_obowiazek_lojalnosci_-_16_wrzesien_2013.pdf), [dostęp 15 grudnia 2016 r.].

## 2. Obowiązek złożenia oferty akcjonariuszom spółki przejmowanej

### 2.1. Wezwanie do sprzedaży lub zamiany akcji

Dyrektywa została implementowana do polskiego porządku prawnego ustawą o ofercie publicznej<sup>3</sup>, która odwołuje się w szczególności do regulacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>4</sup> i k.s.h.<sup>5</sup> Artykuł 5 XIII Dyrektywy statuuje obowiązek złożenia oferty akcjonariuszom spółki przejmowanej. W sytuacji, gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki, dające jej kontrolę nad tą spółką, Państwa Członkowskie zapewniają, że od takiej osoby wymaga się złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej cenie<sup>6</sup>. W polskim ustawodawstwie instytucja ta nosi nazwę wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji. Przez wezwanie należy rozumieć ofertę nabycia akcji poprzez ich sprzedaż lub zamianę skierowaną do akcjonariuszy spółki publicznej. Obowiązek ogłoszenia wezwania w związku z przekroczeniem określonego udziału w ogólnej liczbie głosów rozumianej jako suma głosów przypadających na wszystkie akcje spółki, jak wyżej wskazano, znajduje normatywną podstawę w ustawie o ofercie publicznej, należy jednak nadmienić, że już ustawa - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1991 r.<sup>7</sup> regulowała zręby tej instytucji.

Celem wprowadzenia ustawowego obowiązku ogłoszenia wezwania jest ochrona inwestorów i zapewnienie im możliwości zbycia akcji spółki w przypadku jej przejęcia, a także zapobieżenie przenoszeniu własności dużych pakietów akcji bez uwzględnienia interesów inwestorów mniejszościowych<sup>8</sup>. *Ratio legis* wprowadzenia regulacji jest więc

<sup>3</sup>Ustawa z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1639 z późn. zm., dalej jako ustawa o ofercie publicznej.

<sup>4</sup>Ustawa z 9.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1636 z późn. zm.

<sup>5</sup>Ustawa z 15.9.2000 r. - Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz.U. z 2016 poz. 1578 z późn. zm., dalej jako k.s.h.

<sup>6</sup>Artykuł 5 ust. 1 XIII Dyrektywy.

<sup>7</sup>Ustawa z 22.3.1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz.U. 1991 Nr 35 poz. 155.

<sup>8</sup>S. Rudnicki, M. Śliwa [w:] Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, <https://sip.legalis.pl/document-view.seam?documentId=mjxw62zoge2dkmbuhe2daojooobqxalrsgu4tknrzgyzq>, [dostęp 27.11.2016 r.]

ochrona akcjonariuszy poprzez informowanie ich o istotnych zmianach w kapitale spółki, a także gwarancja prawa do wystąpienia ze spółki zamajoryzowanej. W doktrynie prawa podnosi się, że instytucja wezwań sprzyja realizacji zasady równego traktowania akcjonariuszy poprzez ustalenie jednolitych reguł zbycia akcji<sup>9</sup>, a także realizacji zasady transparentności poprzez nałożenie obowiązku jawności procedury nabycia akcji.

Charakter prawny wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji jest dyskusyjny. W doktrynie wykształciły się dwa poglądy dotyczące charakteru prawnego wezwania. Zgodnie z pierwszym, dominującym stanowiskiem, które należy w pełni podzielić, treść wezwania odpowiada warunkom stawianym przez art. 66 § 1 k.c.<sup>10</sup>, a wzywający występuje w stosunku do adresatów wezwania w charakterze oferenta<sup>11</sup>.

Zgodnie z poglądem przeciwnym, wezwanie jest tylko zaproszeniem do składania ofert, a jako ofertę należy traktować dopiero odpowiedź na wezwanie<sup>12</sup>. Nabycie przez wzywającego akcji zaofiarowanych mu w odpowiedzi na wezwanie oznaczałoby, że wzywający składa w zasadzie kolejną ofertę adresatom wezwania, nie uzasadniając przy tym powodów, dla których nie doszła do skutku umowa<sup>13</sup> w rezultacie złożonej odpowiedzi na wezwanie<sup>14</sup>. Zasadnie wskazuje się, że spór czy wezwanie stanowi ofertę czy zaproszenie do składania ofert nie ma znaczenia praktycznego<sup>15</sup>.

## 2.2. Polski model wezwań do sprzedaży lub zamiany akcji

Polski ustawodawca pierwotnie poszerzył zakres regulacji instytucji wezwań w stosunku do wzorca unijnego, co jednak nie uchroniło go od zarzutu niepoprawnej implementacji XIII Dyrektywy w tym zakresie.

Dyrektywa pozwala państwom członkowskim na samodzielne ustalenie progów kontroli w spółkach publicznych w ramach określanych przez nią granic. Do 16.3.2017 r. ustawa utrzymywała rozwiązanie, zgodnie z którym nabycie akcji spółki publicznej w liczbie

---

<sup>9</sup> M. Wierzbowski [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2002, s. 403.

<sup>10</sup> Ustawa z 23.4.1964 r. - Kodeks cywilny, t.j. Dz.U. 2017 poz. 459 z późn. zm.

<sup>11</sup> A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 1, s. 20-21; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011 s. 30-31; M. Michalski [w:] Michalski M. (red.), *Ustawa o ofercie publicznej, Komentarz*, Warszawa 2014, s. 430.

<sup>12</sup> M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 802-803.

<sup>13</sup> M. Romanowski (*Prawo...*, s. 803) wskazuje, że skoro wezwanie jest ofertą to wskutek przyjęcia powinna doprowadzić do zawarcia umowy, stosownie do art. 70 § 1 k.c.

<sup>14</sup> M. Romanowski, *Prawo...*, s. 803.

<sup>15</sup> *Ibidem*, s. 804.

powodującej zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż sześćdziesiąt dni, przez podmiot, którego udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce wynosi mniej niż 33%, a także 5% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż dwanaście miesięcy, przez akcjonariusza, którego udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce wynosi co najmniej 33% wiązało się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania, które określano wezwaniem „ograniczającym nierównowagę popytowo-podażową”<sup>16</sup>. Celem tego rozwiązania była ochrona akcjonariuszy i rynku przed tzw. efektem popytowym, tj. wahań cenowych w wyniku nabywania znacznego pakietu akcji w krótkim czasie<sup>17</sup>. Regulacja poddawana była krytyce<sup>18</sup>. W piśmiennictwie wskazywano, że nabycie akcji w wielkościach wskazanych powyżej wcale nie musi wiązać się z procesem przejęcia kontroli i interpretowane było jako niepotrzebne ograniczenie swobody obrotu. W odpowiedzi na negatywne stanowisko przedstawicieli doktryny prawa co do rzeczony regulacji, art. 72 ustawy o ofercie publicznej został uchylony ustawą z 26.1.2017 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych<sup>19</sup>.

Model wezwań przyjęty przez polskiego ustawodawcę został ustalony jako model dwustopniowy oparty o progi 33% i 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, przy czym przekroczenie progu 33% może nastąpić, co do zasady, wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji danej spółki publicznej w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów w spółce. Przekroczenie zaś 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki (z zastrzeżeniem wyjątków ściśle wskazanych w ustawie). Nie ma jasności co do tego, który z progów jest progiem ustalonym w wyniku implementacji XIII Dyrektywy. Polski ustawodawca zdaje się kreować dodatkowe regulacje prawne w zakresie przejęcia

---

<sup>16</sup>G. Domański [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 1999, s. 1045.

<sup>17</sup>A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *Wezwania...*, s. 17.

<sup>18</sup>A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 451-454; T. Regucki, *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji — uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2013, nr 3, s. 70.

<sup>19</sup>Artykuł 2 ustawy z 26.1.2017 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2017 poz. 452. Do wezwań ogłoszonych na podstawie art. 72 ustawy o ofercie przed dniem wejścia w życie ustawy nowelizującej, w wyniku których transakcja nabycia akcji objętych zapisami złożonymi w odpowiedzi na wezwanie nie została zakończona przed dniem wejścia w życie ustawy, stosuje się przepisy dotychczasowe.

kontroli w spółce, które nie mają wzorca w prawodawstwie unijnym. Określenie progu na poziomie 33% głosów nie znajduje racjonalnego uzasadnienia. Pułap ten nie jest bowiem progiem tzw. większościowym i nie stwarza obowiązku wzywającego do złożenia oferty na pozostałe akcje spółki. Wykracza także poza próg mniejszości blokującej<sup>20</sup>. Próg 66% może być natomiast uznany za zbyt wysoki. Odnotować należy pogląd, że wprowadzenie powyższych progów w żaden sposób nie realizuje celów Dyrektywy, skoro przekroczenie progu 33% nie wymaga ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, a tylko tych, których objęcie może powodować osiągnięcie do 66% ogólnej liczby głosów. Próg 66% stawia za to zbyt rygorystyczne warunki, skoro kontrolę w spółce można przejąć dysponując niższym udziałem w ogólnej liczbie głosów<sup>21</sup>. Jeżeli osiągnięcie niższego progu ogólnej liczby głosów miałyby dawać władzę nad spółką, przejmujący skorzysta z wariantu wezwania przekraczającego 33% ogólnej liczby głosów, ale nieprzekraczającego 66% głosów, tak, by nie być zobligowanym do ogłoszenia wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki. W tym kontekście zgodzić należy się z twierdzeniem, że regulacja ta jest niedoskonała i - w zakresie instytucji wezwania - stwarza tylko pozory implementacji Dyrektywy w sprawie przejęć. Ponadto, nie wydaje się, aby interes akcjonariuszy mniejszościowych był w pełni zabezpieczony w rodzimym porządku prawnym, co dotyczy tak liczby akcji, na którą ogłasza się wezwania, jak i ich ceny.

### **3. Ochrona w razie przejęcia kontroli nad spółką**

Dyrektywa zobowiązuje Państwa Członkowskie Unii Europejskiej do zapewnienia ochrony posiadaczy papierów wartościowych w razie przejęcia kontroli nad spółką. Państwa Członkowskie mają zapewniać narzędzia służące do zobligowania przejmującego do zaproponowania w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji ceny godziwej. Za „godziwą” jest uważana najwyższa cena zapłacona przez oferenta (lub przez osoby działające z nim w porozumieniu) za te same papiery wartościowe w okresie, jaki ma być ustalony przez Państwa Członkowskie, nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż dwanaście miesięcy przed rozpoczęciem oferty. Jeżeli po podaniu oferty do publicznej wiadomości i przed zamknięciem oferty oferent lub jakakolwiek osoba działająca z nim w porozumieniu nabywa papiery wartościowe po cenie wyższej

---

<sup>20</sup> A. Chłopecki [w:] Chłopecki A., M. Dyl, *Ustawa o ofercie...*, s. 455.

<sup>21</sup> T. Regucki, *op. cit.*, s. 448.

niż cena ofertowa, oferent zwiększa cenę w swojej ofercie tak, aby nie była ona niższa niż najwyższa cena zapłacona za tak nabyte papiery wartościowe<sup>22</sup>. Unijny ustawodawca pozostawia Państwu Członkowskim zdefiniowanie „godziwej ceny”, wskazując „widełki” czasowe, w jakich ustalona ma być najwyższa cena zapłacona przez wzywającego za te same akcje. Uregulował więc tylko pewne minimum, którego przestrzegać muszą Państwa Członkowskie.

Polski ustawodawca dokonał swoistego rozróżnienia sytuacji akcjonariuszy wprowadzając w art. 79 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej dystynkcję pomiędzy wezwaniami dotyczącymi wszystkich akcji a wezwaniami w związku z przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów. W przypadku tych pierwszych, cena akcji dodatkowo nie może być niższa od średniej ceny papierów wartościowych z okresu trzech miesięcy poprzedzających wezwanie. Dodatkowe warunki w zakresie ustalania ceny akcji nie są niezgodne z Dyrektywą. Dziwić może jednak niepotrzebne zróżnicowanie metody ustalania ceny akcji co do poszczególnych wezwań, które przez niektórych autorów nazywane i oceniane jest jako niedopuszczalne zjawisko stopniowania cechy godziwości ceny<sup>23</sup>. Trudno znaleźć podstawy do odmiennego uregulowania tej kwestii w przypadku wyżej wymienionych wezwań, dlatego przyjąć należy, że ustawodawca dokonał dowolnej interpretacji klauzuli godziwości ceny skoro zastosował ją w sposób odmienny co do dwóch rodzajów wezwań, przy jednoczesnym braku czynnika odróżniającego pomiędzy wezwaniem (nie licząc oczywiście progu ogólnej liczby głosów, który nie może być uznany za obiektywne kryterium rozróżniające). Także w tym zakresie można mieć więc wątpliwości co do prawidłowości implementacji art. 5 XIII Dyrektywy do polskiego porządku prawnego.

#### **4. Zasada neutralności i zasada przełamania a środki obrony przed wrogim przejęciem**

XIII Dyrektywa limituje w art. 9 i 11 dopuszczalność stosowania środków obrony przed wrogim przejęciem opierając się na dwóch podstawowych regułach wprowadzających owo ograniczenie: zasadzie neutralności zarządu i rady nadzorczej i zasadzie przełamania.

---

<sup>22</sup> Artykuł 5 ust. 4 XIII Dyrektywy.

<sup>23</sup> T. Regucki, *op. cit.*, s. 448.

#### 4.1. Zasada neutralności

Zgodnie z art. 9 XIII Dyrektywy zarząd spółki<sup>24</sup> będącej przedmiotem oferty uzyskuje zgodę walnego zgromadzenia akcjonariuszy przed podjęciem jakiegokolwiek działania innego niż poszukiwanie ofert alternatywnych, które mogłyby skutkować udaremnieniem oferty, w szczególności przed wyemitowaniem jakichkolwiek akcji, które mogłyby stanowić trwałą przeszkodę dla uzyskania przez oferenta kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty. Uzyskanie takiej zgody jest obowiązkowe w okresie między ogłoszeniem wezwania aż do momentu, gdy wynik oferty zostanie podany do wiadomości publicznej lub oferta wygaśnie<sup>25</sup>. Od opisanej wyżej zasady wprowadzono wyjątki. Jednym z nich jest poszukiwanie przez organy kierownicze spółki-celu kontroferenta, które zasadniczo jest działaniem korzystnym z punktu widzenia akcjonariuszy, ponieważ może prowadzić do polepszenia warunków oferty, przede wszystkim w zakresie ceny, czyli tzw. „efektu aukcji”<sup>26</sup>. Drugi wyjątek polega na możliwości podejmowania działań w wyniku już zapadłych uchwał, które nie zostały jeszcze w całości bądź w części wykonane, a które nie wykraczają poza zakres zwykłego zarządu. Z uwagi na kontrowersje towarzyszące przyjęciu Dyrektywy oponenti ujednolicenia standardów w zakresie przejęć spółek wynegocjowali prawo Państwa Członkowskiego do samodzielnego decydowania o wprowadzeniu zasady neutralności do rodzimego porządku. Prawo to nazywane jest dużą opcją wyjścia i w założeniu ogranicza obowiązki Państwa Członkowskiego do umożliwienia wprowadzenia przez spółki postanowień w statucie o stosowaniu zasady neutralności. Przyjęte rozwiązanie poddawane jest krytyce. Wskazuje się, że wypacza ono sens wprowadzenia Dyrektywy i jest przeciwieństwem ujednolicenia, do którego dążyć miały państwa<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup> XIII Dyrektywa zawiera zastrzeżenie, że w przypadku dwustopniowej struktury zarządzania spółki, „zarząd” oznacza zarząd jak i radę nadzorczą.

<sup>25</sup> Artykuł 9 ust. 1 i 2 XIII Dyrektywy.

<sup>26</sup> K. Oplustil, *op.cit.*, s.15.

<sup>27</sup> W. Sawicz, *Implementacja zasady neutralności sformułowanej w XIII Dyrektywie UE w sprawie ofert przejęć (2004/25/WE) do krajowych porządków prawnych państw członkowskich UE (ze szczególnym uwzględnieniem Polski)*, „Studia Lubuskie”, t. IX, s. 65; art. 12 XIII Dyrektywy.

#### 4.2. Zasada przełamania

XIII Dyrektywa ograniczyła nie tylko reaktywne mechanizmy obrony przed wrogim przejęciem, ale i prewencyjne środki obrony<sup>28</sup>. Regulacja wpływająca na możliwość wprowadzania instrumentów blokujących przejęcia i odstrasżających ewentualnego atakującego określana jest mianem zasady przełamania (*breakthrough rule*). Powoduje ona bezskuteczność statutowego ograniczenia zbywalności akcji w stosunku do wzywającego w okresie trwania wezwania, a także bezskuteczność przewidzianych w statucie ograniczeń w zakresie prawa głosu oraz przywilejów głosowych na walnym zgromadzeniu, które ma podjąć uchwałę o zastosowaniu środków obrony przez zarząd. Ponadto, gdy po wezwaniu wzywający jest w posiadaniu co najmniej 75% kapitału zakładowego dającego prawo głosu, na pierwszym walnym zgromadzeniu przez niego zwołanym w celu zmiany statutu lub odwołania i powołania członków bezskuteczne są ograniczenia odnoszące się do przenoszenia prawa własności papierów lub wykonywania prawa głosu oraz szczególne uprawnienia w zakresie powoływania i odwoływania członków organów kierowniczych spółki, co zapewnić ma faktyczną kontrolę przejmującemu<sup>29</sup>.

Przedstawiona zasada nie ma zastosowania w stosunku do szczególnych praw przysługujących Państwom Członkowskim jako akcjonariuszom (złote akcje), innym szczególnym prawom przewidzianym w prawie krajowym, a zgodnych z Traktatem<sup>30</sup>, akcji niemych oraz praw przysługujących spółdzielniom, których udziały zostały dopuszczone do publicznego obrotu. Zasada, w swym założeniu, gwarantować ma akcjonariuszom możliwość decydowania o sprawach spółki stosownie do ich zaangażowania kapitałowego<sup>31</sup>. Jej wprowadzenie do porządku prawnego danego Państwa Członkowskiego istotnie ogranicza możliwość podjęcia obrony przed wrogim przejęciem spółki i jest pewnym stanem projektowanym, do którego powinny dążyć Państwa Członkowskie. Jednakże, tak jak w przypadku zasady neutralności, także zasada przełamania podlegać może ograniczeniom, co ponownie zdaje się przeczyć wizji europejskiej integracji i czyni osiągnięcie zamierzonego celu harmonizacji niemożliwym.

Dopuszczalność uruchamiania mechanizmów obrony przed wrogim przejęciem, pomimo przyjęcia XIII Dyrektywy, może być regulowana niejednolicie w europejskich

---

<sup>28</sup> K. Oplustil, *op.cit.*, s.15.

<sup>29</sup> Artykuł 11 XIII Dyrektywy.

<sup>30</sup> Traktat o Unii Europejskiej z 7.2.1992 r., Dz.U. z 2004 r. Nr 90, poz. 864 z późn. zm.

<sup>31</sup> W. Sawicz, *Kształtowanie zasad wykonywania mandatu funkcjonariuszy spółki akcyjnej w warunkach „wrogiego przejęcia” na gruncie XIII Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia*, „Studia Lubuskie” t. VIII, s. 77.



porządkach prawnych. Termin „wrogie przejęcie” nie ma definicji ustawowej i *de lege lata* brak jest przepisów odnoszących się wprost do wrogich przejęć<sup>32</sup>. Procesy przejęć są oczywiście regulowane przez ustawodawcę, jednakże celem stosownych norm nie jest i nie było utrudnienie czy uniemożliwienie dokonywania wrogich przejęć<sup>33</sup>. W doktrynie prawa dominuje zatem pogląd o dopuszczalności stosowania na gruncie prawa polskiego środków obronnych w obliczu wrogiego przejęcia<sup>34</sup>. Polski ustawodawca postanowił o nierecypowaniu ogólnej zasady neutralności organów spółki w przypadku złożenia oferty przejęcia, a decyzję o wprowadzeniu zasady neutralności pozostawił władzom spółki, korzystając tym samym z prawa opcji statuowanego przez art. 12 ust. 1 XIII Dyrektywy. W konsekwencji, statut spółki publicznej może przewidywać, że w trakcie trwania wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki zarząd i rada nadzorcza tej spółki są obowiązane do uzyskania uprzedniej zgody walnego zgromadzenia na podjęcie czynności, których celem jest udaremnienie ogłoszonego wezwania, z wyłączeniem poszukiwania kontroferenta<sup>35</sup>. Wprowadzenie zasady neutralności do statutu powoduje, że w trakcie trwania wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki nie obowiązują ograniczenia wykonywania prawa głosu określone w statucie lub w umowie zawartej pomiędzy spółką, której akcje są przedmiotem wezwania, a akcjonariuszami tej spółki, albo w umowie między takimi akcjonariuszami<sup>36</sup> oraz uprzywilejowanie akcji dotyczące prawa głosu<sup>37</sup>.

Pozostawienie decyzji odnośnie do przyjęcia zasady neutralności samym spółkom jest rozwiązaniem krytykowanym przez niektórych przedstawicieli doktryny prawa. Formułuje się zarzut, że model ten jest niejasny i utrudnia ocenę dopuszczalności zastosowania środków obronnych przed wrogim przejęciem, gdy statut spółki milczy na ten temat<sup>38</sup>. Należy przychylić się do poglądu, że w takim przypadku organy spółki uprawnione są do wszelkich działań, jakie uznają za właściwe, o ile są zgodne z interesem spółki.

<sup>32</sup>W. Sawicz, *Obowiązek...*, s. 69.

<sup>33</sup>*Ibidem*.

<sup>34</sup>Tak m.in. W. Sawicz, *Obowiązek...*s. 176; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 456-460.

<sup>35</sup>M. Mataczyński [w:] Sójka T. (red.), *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Warszawa 2010, s. 506-509.

<sup>36</sup>O ile umowa taka weszła w życie po 21.4.2004 r.

<sup>37</sup>Ograniczenia, o których mowa w art. 80a ust. 3 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej nie dotyczą akcjonariuszy, którym z tytułu tych ograniczeń przysługują szczególne korzyści pieniężne (art. 80a ust. 4 ustawy o ofercie publicznej.)

<sup>38</sup>A. Chłopecki [w:] Chłopecki A., Dyl M., *Ustawa o ofercie...*, s. 503-505.

Problematyczne jest także ustalenie, co dzieje się w sytuacji, gdy statut przyjmuje zasadę neutralności, ale jednocześnie nie wyłącza wyżej wskazanych praw w zakresie wykonywania prawa głosu i istniejących uprzywilejowań. Niektórzy autorzy sądzą, że w tym przypadku zasada neutralności ma charakter dalej idący i „wymusza swoją właściwość”<sup>39</sup>.

Zgodzić należy się z poglądem, że konstrukcja przepisów wymuszających właściwość jest raczej instytucją prawa prywatnego międzynarodowego<sup>40</sup>, ale nie można odmówić słuszności twierdzeniu, że regulacja ta jest niestety przykładem dość pobieżnej, bezrefleksyjnej i niedokładnej implementacji Dyrektywy, przez co wzbudza szereg wątpliwości interpretacyjnych.

Polski ustawodawca nie zdecydował się na wprowadzenie przepisu umożliwiającego zwołanie walnego zgromadzenia akcjonariuszy w trybie przyspieszonym, na którym miałyby być udzielona zgoda na podjęcie działań udaremniających przejęcie. Brak ten należy ocenić negatywnie. Wprowadzone instytucje winny być oceniane pod kątem nie tylko skuteczności, ale przede wszystkim faktycznej możliwości ich wykorzystania w przypadkach prawem przewidzianych. W sytuacji wrogiego przejęcia czas odgrywa niebagatelną rolę, dlatego brak narzędzi pozwalających na szybsze zwołanie walnego zgromadzenia akcjonariuszy, od którego zależeć ma możliwość sprzeciwienia się wezwaniu jest niezrozumiała, zwłaszcza że rozwiązanie to przyjęto w modelowej dla regulacji z zakresu przejęć XIII Dyrektywie.

W związku z wadliwym ustaleniem progów ogólnej liczby głosów, z którymi łączy się obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, zwolnienie od stosowania zasady neutralności jest nerelevantne. Skoro ma zastosowanie w czasie trwania wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki to, a *contrario*, nie dotyczy przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów. W tym świetle zasada neutralności traci całkowicie swoje znaczenie, oferent przejmuje bowiem kontrolę znacznie wcześniej niż po osiągnięciu progu 66% ogólnej liczby głosów w spółce<sup>41</sup>.

W ustawie o ofercie publicznej nie dokonano także pełnej implementacji zasady przełamania. Podobnie jak w przypadku zasady neutralności, o przyjęciu zasady przełamania decydują spółki poprzez umieszczenie stosownych postanowień w statutach. Statut spółki publicznej może przewidywać, że w przypadku zbywania akcji w odpowiedzi na wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki nie mają

---

<sup>39</sup> K. Haładyj, *op.cit.*, s. 461.

<sup>40</sup> A. Chłopecki [w:] Chłopecki A., Dyl M., *Ustawa o ofercie...*s. 503-505.

<sup>41</sup> A. Opalski, *Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 8, s. 8, a także W. Sawicz, *Obowiązek...*, s. 197.

zastosowania ograniczenia zbywalności akcji określone w statucie lub w umowach wykonywania prawa głosu określone w statucie lub w umowie zawartej pomiędzy spółką, której akcje są przedmiotem wezwania, a akcjonariuszami tej spółki, albo w umowie między takimi akcjonariuszami, o ile umowa taka weszła w życie po 21.4.2004 r. Statut spółki publicznej może także przewidywać, że w sytuacji gdy w następstwie wezwania akcjonariusz osiągnął co najmniej 75% ogólnej liczby głosów w spółce, tracą ważność wszelkie ograniczenia zbywalności akcji lub wykonywania prawa głosu, określone w statucie, jak również wynikające ze statutu spółki szczególne uprawnienia akcjonariuszy w zakresie powoływania lub odwoływania członków zarządu lub rady nadzorczej oraz że na pierwszym walnym zgromadzeniu po przeprowadzeniu wezwania przez akcjonariusza, który w wyniku tego wezwania osiągnął co najmniej 75% ogólnej liczby głosów w spółce, w przypadku gdy planowany porządek obrad walnego zgromadzenia przewiduje podjęcie uchwał w sprawie zmiany statutu lub powołania bądź odwołania członków zarządu lub rady nadzorczej, z każdej akcji uprzywilejowanej co do głosu przysługuje jeden głos<sup>42</sup>. Należy także wspomnieć, że możliwym jest wyłączenie stosowania zasady przełamania (zasady neutralności także) wprowadzonej w statucie w przypadku, gdy statut spółki przejmującej tych zasad nie uznaje, co nazywane jest tzw. małą opcją wyjścia<sup>43</sup>.

## 5. Podsumowanie

Analiza treści XIII Dyrektywy pozwala na uznanie, że intencją organów UE było stworzenie warunków do ułatwiania i liberalizowania procesów przejęć. Rozdźwięk w sposobie przyjęcia Dyrektywy przez poszczególne Państwa Członkowskie i ostatecznego brzmienia jej postanowień pokazuje, że akt ten służy jako pewien wzór regulacji dla ustawodawstw Państw Członkowskich, ale nie jest bynajmniej obowiązkowym modelem regulacyjnym. Unia Europejska ostatecznie nie wyegzekwowała wprowadzenia jednakowego poziomu ochrony akcjonariuszy spółek w obliczu wrogiego przejęcia. Sam fakt przyjęcia Dyrektywy oceniać należy pozytywnie, żałować należy jedynie tego, że Dyrektywa w istocie daje państwom zbyt dużo swobody w implementacji jej postanowień, dopuszczając nawet odmowę wprowadzenia niektórych z nich, czego przykładem są opisane zasady neutralności i przełamania. Autonomię w ustalaniu progów ogólnej liczby głosów, z których przekroczeniem łączy się obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się

---

<sup>42</sup> Artykuł 80b ustawy o ofercie publicznej.

<sup>43</sup> W. Sawicz, *Kształtowanie...*, t. VIII, s. 80.

na sprzedaż lub zamianę akcji, należy ocenić krytycznie. Ustalone w ustawie o ofercie publicznej progi są zupełnie nieadekwatne i nie odzwierciedlają tego, jaki udział w ogólnej liczbie głosów daje faktyczną kontrolę w publicznej spółce akcyjnej. *De lege ferenda* polski ustawodawca powinien dokonać modyfikacji progów i ustalić je na poziomie, których przekroczenie rzeczywiście wyznacza moment przejścia kontroli w spółce.

Fakultatywność uznawania zasady neutralności i przełamania przez spółki świadczy o tym, że polski ustawodawca nie zdecydował się na ograniczenie podejmowania prób udaremniania wrogich przejęć.

#### **Implementation of XIII Directive to the polish legal system - selected problems**

##### **Summary:**

The subject of the article is a comparison between Directive 2004/25/EC on takeover bids and polish regulation in takeovers. An obligation to make a bid where a natural or legal person, as a result of acquisition, holds securities of a company, which directly or indirectly give him/her a specified percentage of voting rights in that company (giving control of that company) has been described. Further, the neutrality rule and the breakthrough rule have been characterized. In the end, the polish regulation in takeovers has been assessed.

##### **Ewelina Rutkowska**

Absolwentka kierunku prawo na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego.