

MONIKA MOSKA

UNIwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu
Wydział Prawa i Administracji
E-MAIL: MONIKAMOSKA@O2.PL

DATA ZGŁOSZENIA: 30.12.2017
DATA PRZYJĘCIA DO DRUKU: 14.07.2018

Nabywanie znacznych pakietów akcji – problem zgodności polskiej regulacji z wzorcem unijnym

STRESZCZENIE

Niniejszy artykuł porusza problem zgodności polskiej ustawy o ofercie publicznej z Dyrektywą 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie ofert przejęcia (tzw. dyrektywa o przejęciach). W pierwszej części artykułu wyjaśniono cele dyrektywy oraz przedstawiono ekonomiczne tło regulacji, związane z tzw. premią za kontrolę. Następnie przytoczono polskie unormowania regulujące instytucję obowiązkowego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej. Ponadto wskazano podstawowe różnice między prawem polskim i unijnym, ze szczególnym uwzględnieniem faktu, że w polskim porządku prawnym – w przeciwieństwie do brzmienia dyrektywy – obowiązek ogłoszenia wezwania nie dotyczy wszystkich pozostałych akcji, lecz jedynie takiej ich liczby, która pozwoli osiągnąć 66% ogółu głosów. Przytoczone rozważania pozwoliły na sformułowanie wniosku, że implementacja dyrektywy w prawie polskim jest wadliwa. W artykule poruszone zostało także zagadnienie możliwości zastosowania w danym przypadku wykładni pronunijnej oraz kwestia odpowiedzialności państwa za wadliwą implementację dyrektywy.

SŁOWA KLUCZOWE

przejęcie kontroli nad spółką, wezwania majoryzacyjne, wadliwa implementacja dyrektywy

Istotnym elementem wpływającym na możliwość oddziaływania przez akcjonariusza na spółkę publiczną jest układ sił i struktura akcjonariatu. Prawo głosu, jako prawo korporacyjne wynikające z akcji, pozwala wywierać wpływ na funkcjonowanie spółki publicznej. Z tego względu tak doniosłą rolę odgrywają unormowania dotyczące nabywania i zbywania akcji oraz zapewniania informacji o akcjonariacie i jego zmianach. Na tym tle na szczególną uwagę zasługuje publicznoprawna regulacja sposobu nabywania znacznych pakietów akcji, która z założenia stanowi próbę stworzenia ochrony dla akcjonariuszy mniejszościowych.

1. Unijne regulacje dotyczące ofert przejęcia

Problematyka nabywania znacznych pakietów akcji na szczeblu unijnym została uregulowana w dyrektywie o przejęciach, nazywanej także trzynastą dyrektywą europejskiego prawa spółek¹. Harmonizuje ona prawa wewnętrzne państw członkowskich w zakresie ofert przejęcia spółek publicznych. Zgodnie z motywami 1–3 preambuły dyrektywy o przejęciach do jej podstawowych celów należy stworzenie efektywnego rynku kontroli poprzez skoordynowanie niektórych środków zabezpieczających stosowanych w państwach członkowskich oraz ochrona interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek podlegających przejęciu². Zapewnienie jednolitych standardów we wszystkich krajach członkowskich Unii ma przyczynić się do wzrostu konkurencyjności w Europie. Zakres normowania omawianej dyrektywy został wyznaczony w treści art. 1 ust. 1. Zgodnie z jego brzmieniem przepisy dyrektywy znajdują zastosowanie do ofert przejęcia spółek podlegających prawom państw członkowskich, których papiery wartościowe dopuszczone zostały do obrotu na rynku regulowanym. Stosownie do wyłączenia zawartego w ust. 2 dyrektywa nie ma natomiast zastosowania do sytuacji przejęć dotyczących papierów wartościowych wyemitowanych przez banki centralne państw członkowskich (o ile banki te mają formę spółek akcyjnych) oraz przez fundusze inwestycyjne.

Dyrektywa o przejęciach opiera się na trzech filarach, stanowiących o jej najistotniejszych rozwiązaniach. Po pierwsze, wprowadza ona w art. 9 tzw. zasadę neutralności władz spółki, zgodnie z którą na zarządzie przejmowanej spółki ciąży obowiązek uzyskania zgody walnego zgromadzenia przed

¹ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z 30.04.2004, s. 12 i n. ze zm.).

² Por. K. Oplustil, M. Bobrzyński, *Europejskie przejęcie spółek publicznych. Trzynasta Dyrektywa UE z zakresu prawa spółek i jej implikacje dla prawa polskiego*, „Studia Prawnicze” 2004, nr 1, s. 47 i n.

podjęciem środków obrony przed wrogim przejęciem. Wskazana zasada ma zapobiegać próbom udaremnienia przejęcia spółki – mogącego pozytywnie oddziaływać na interesy akcjonariuszy – podejmowanym przez jej dotychczasowe władze, dla których przejęcie wiąże się zazwyczaj z zagrożeniem utraty stanowisk³. Po drugie, dyrektywa kreuje tzw. zasadę przełamania, dotyczącą znoszenia ograniczeń (art. 11 dyrektywy o przejęciach). Jej istota polega na przyznaniu pełnej możliwości kształtowania sytuacji spółki oferentowi posiadającemu w następstwie oferty przynajmniej 75% kapitału zakładowego dającego prawo głosu. Zgodnie z brzmieniem ust. 4 żadne ograniczenia co do przenoszenia praw z papierów wartościowych lub wykonywania prawa głosu, czy też jakiegokolwiek inne nadzwyczajne uprawnienia akcjonariuszy, nie mają zastosowania na pierwszym walnym zgromadzeniu odbywającym się po zamknięciu oferty. Obowiązuje na nim zasada „jedna akcja, jeden głos”. Rozwiązanie to opiera się na założeniu, że podmiot ponoszący nieproporcjonalnie większe ryzyko gospodarcze od pozostałych akcjonariuszy nie powinien być w żaden sposób ograniczany przy początkowym kreowaniu sytuacji przejętej spółki⁴.

Kluczowe dla niniejszych rozważań jest trzecie rozwiązanie, wprowadzające względem podmiotu przejmującego kontrolę nad spółką publiczną obowiązek ogłoszenia oferty na nabycie wszystkich pozostałych akcji (art. 5 dyrektywy o przejęciach). Tak zwana instytucja oferty obowiązkowej umożliwia zatem akcjonariuszom mniejszościowym „wyjście” ze zmajoryzowanej spółki poprzez zbycie po godziwej cenie podmiotowi kontrolującemu wszystkich posiadanych przez nich akcji oraz podjęcie nowej decyzji inwestycyjnej odnośnie do odzyskanego w ten sposób kapitału⁵. Tym samym wskazana instytucja najpełniej oddaje jeden z głównych celów dyrektywy, polegający na zapewnieniu ochrony akcjonariuszom mniejszościowym. Przy czym samo określenie procentu ogółu głosów, którego przekroczenie oznaczałoby przejęcie kontroli nad spółką, dyrektywa pozostawia decyzji państw członkowskich do uregulowania w ich ustawodawstwach wewnętrznych. Warto jednak zaznaczyć, że w większości państw europejskich próg ten utrzymany jest na poziomie ok. 30% (tak jest na przykład w Niemczech⁶ czy w Belgii⁷).

³ Zob. M. Mataczyński, [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Warszawa 2015, s. 60 i n.

⁴ Ibidem.

⁵ K. Oplustil, *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, „Przegląd Legislacyjny” 2005, nr 3–4, s. 45.

⁶ Ch. von Bülow, [w:] *Kölner Kommentar zum WpÜG*, Hrsg. Ch. von Bülow, Köln 2010, s. 906 i n.

2. Ekonomiczne uzasadnienie oferty obowiązkowej

Podstawową rolą oferty obowiązkowej jest umożliwienie akcjonariuszom mniejszościowym „wyjścia” ze spółki po cenie, po jakiej nowy akcjonariusz nabywał nad spółką kontrolę⁸. Wynika to z przeświadczenia, że kontrola nad spółką publiczną jest pewną wartością majątkową, odrębną od wartości akcji rozumianej jako udział w kapitale zakładowym. Wskazana nadwyżka nosi miano premii akwizycyjnej lub premii za kontrolę. Innymi słowy, cena, jaką płaci podmiot przejmujący kontrolę za nabywane akcje, stanowi sumę aktualnej wartości akcji rozumianych jako ułamek kapitału zakładowego oraz wartości premii akwizycyjnej⁹. Przyjmuje się ponadto, że w chwili przejścia kontroli nad spółką realna wartość pozostałych akcji spada, ponieważ dochodzi wówczas do skonsumowania premii za kontrolę¹⁰. Zarysowane zjawisko ekonomiczne stanowiło bez wątpienia jedną z podstaw uchwalenia art. 5 ust. 2 dyrektywy o przejęciach, regulującego zagadnienie „ceny godziwej”.

W praktyce wartość premii za kontrolę bywa bardzo zróżnicowana. Co do zasady można ją utożsamiać z oczekiwaną wartością dodaną dla inwestora, wynikającą z efektywniejszego wykorzystania przez niego potencjału przejmowanej spółki¹¹. Badania przeprowadzone w Polsce na podstawie 56 publicznych wezwań na nabycie akcji ogłoszonych w latach 2006–2013 wykazały, że średni poziom proponowanej akcjonariuszom premii miesięcznej wynosił około 20%¹². Dokonując analizy branży, w których premia akwizycyjna była najwyższa, należy wskazać na sprzedaż produktów konsumencjki, przemysł oraz finanse. Z kolei najniższe premie za kontrolę odnotowano w przypadku spółek technologicznych oraz mediów¹³.

⁷ Art. 5 Loi relative aux offres publiques d'acquisition, 1.04.2007, „Moniteur belge” 26.04.2007.

⁸ Por. M. Mataczyński, [w:] *Prawo rynku kapitałowego...*, op. cit., s. 346.

⁹ Zob. A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 487.

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Por. M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa 2008, s. 131.

¹² Zob. J. Bem, G. Bącal, *Premia za kontrolę oferowana w publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji w latach 2006–2013 dla spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67, s. 267–278.

¹³ Ibidem.

3. Wezwania majoryzacyjne w polskim porządku prawnym

Do polskiego porządku prawnego instytucję oferty publicznej implementuje ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. DzU z 2009 r., nr 185, poz. 1439 ze zm.). W Polsce podstawowym modelem wezwań są tzw. wezwania uprzednie, wiążące się z zamiarem przekroczenia wskazanego w ustawie progu ogólnej liczby głosów. W literaturze podkreśla się, że obowiązek ogłoszenia wezwania nie dotyczy zamiaru w sensie psychologicznym, lecz powstaje dopiero w momencie „urzeczywistnienia” zamiaru nabycia akcji w sensie prawnym¹⁴. Przechodząc do szczegółów rozwiązania, należy zauważyć, że w świetle art. 73 ust. 1 u.o.p. przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów. Natomiast według art. 74 u.o.p. przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania na nabycie wszystkich pozostałych akcji tej spółki.

Nasuwa się zatem pytanie, które z tych dwóch zaprezentowanych rodzajów wezwań odpowiada instytucji oferty obowiązkowej, o której stanowi art. 5 dyrektywy o przejęciach. Jest to jednocześnie pytanie o wskazanie progu, którego przekroczenie polski ustawodawca uznaje za równoznaczne z przejęciem kontroli nad spółką. Odpowiedzi na te pytania nie udziela niestety *expressis verbis* ani ustawa, ani też uzasadnienie do niej¹⁵. Problem ten był już sygnalizowany w doktrynie. Zdaniem Krzysztofa Oplustila przeciwko uznaniu art. 73 za prawidłową implementację art. 5 dyrektywy przemawia fakt, że przekroczenie progu 33% nie aktualizuje obowiązku wezwania na nabycie wszystkich pozostałych akcji, lecz jedynie takiej ich liczby, która pozwoli wzywającemu osiągnąć 66% ogólnej liczby głosów¹⁶. Dochodzi wówczas do sytuacji bardzo niekorzystnej dla akcjonariuszy mniejszościowych. Wartość ich akcji ulega obniżeniu z uwagi na skonsumowanie premii za kontrolę, co czyni je nieatrakcyjnymi dla potencjalnych inwestorów zewnętrznych. Akcjonariusze mniejszościowi zostają zatem uwięzieni w zmajoryzo-

¹⁴ Por. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 753; G. Domański, L. Stępnia, *W kwestii „zgłoszenia zamiaru” nabycia znacznego pakietu akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 1, s. 9–11.

¹⁵ W uzasadnieniu projektu ustawy nie odniesiono się do tej kwestii – po uzasadnieniu do art. 71 następuje od razu uzasadnienie art. 75 u.o.p. Por. projekt ustawy z uzasadnieniem dostępny na stronie internetowej: [online] [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/\\$file/3970.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/$file/3970.pdf) [dostęp: 13.12.2017].

¹⁶ K. Oplustil, op. cit., s. 52 i n.

wanej spółce, bez perspektyw na zmianę zainwestowanego kapitału, a jednocześnie bez możliwości wpływania na sytuację i funkcjonowanie przejętej spółki. W związku z powyższym regulacja ta jest sprzeczna z celem dyrektywy o przejęciach i nie może zostać uznana za jej prawidłową implementację. Jedynie nałożenie na akcjonariusza przejmującego kontrolę nad spółką obowiązku zaoferowania kupna akcji od wszystkich pozostałych akcjonariuszy po godziwej cenie prowadziłoby do równomiernego rozłożenia premii akwizycyjnej i nie uprzywilejowałoby bezzasadnie tych akcjonariuszy, którzy zbyli swoje akcje odpowiednio wcześniej¹⁷. Oceny tej nie zmienia podnoszony niekiedy w piśmiennictwie argument, że wprowadzenie obowiązku ogłoszenia wezwania na nabycie wszystkich pozostałych akcji mogłoby doprowadzić do płynnego usunięcia (w trybie dobrowolnym) akcji z obrotu na rynku regulowanym¹⁸. Jest to argument o charakterze wyłącznie pragmatycznym i nie znajduje uzasadnienia w brzmieniu przepisów krajowych czy unijnych.

Z kolei przeciwko uznaniu art. 74 u.o.p. za odpowiednik przepisu art. 5 dyrektywy przemawia fakt, że trudno uznać przekroczenie progu aż 66% ogólnej liczby głosów za równoznaczne z przejęciem kontroli nad spółką¹⁹. Należy bowiem zauważyć, że w spółkach publicznych mamy zwykle do czynienia z rozproszonym akcjonariatem, co powoduje, że wykonywanie kontroli możliwe jest przy posiadaniu papierów wartościowych dających dużo mniejszy procent ogólnej liczby głosów. Również w literaturze zagranicznej podkreśla się, że próg przejęcia kontroli nie powinien być zasadniczo ustanawiany na poziomie wyższym niż 50% ogółu głosów²⁰. W świetle przedstawionych argumentów stwierdzić należy, że żaden z przywołanych przepisów nie stanowi prawidłowej implementacji dyrektywy o przejęciach²¹.

4. Wykładnia prounijna

W związku z powyższą konkluzją może nasunąć się pytanie, czy zarysowanej kolizji między normami należącymi do krajowego porządku prawnego oraz normami prawa unijnego nie dałoby się wyeliminować poprzez zasto-

¹⁷ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011, s. 24.

¹⁸ A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2017, s. 268.

¹⁹ Por. K. Oplustil, op. cit., s. 53.

²⁰ S. Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004, s. 436.

²¹ Por. zwłaszcza G. Domański, M. Goszczyk, *Nabycie akcji spółki publicznej – obowiązek ogłoszenia wezwań*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 4, s. 7; M. Mataczyński, [w:] *Prawo rynku kapitałowego...*, op. cit., s. 347 i n; K. Oplustil, op. cit., s. 53.

sowanie wykładni polskiej ustawy w zgodzie z dyrektywą. Otóż wykładnia pronounijna w swej istocie polega na wyborze spośród wielu możliwych rezultatów takiego rozwiązania, które najpełniej odpowiada aksjologii prawa wspólnotowego²². Jak trafnie podkreśla Maciej Mataczyński, stosując prawo krajowe, powinno się – tak dalece, jak to możliwe – interpretować je w świetle celu dyrektywy, ale w żadnym wypadku nie wolno naruszać zakazu wykładni *contra legem*²³. Oznacza to, że stosowanie wykładni przyjaznej prawu unijnemu nie może prowadzić do przełamania jednoznacznie brzmiących rezultatów wykładni językowej, systemowej i funkcjonalnej.

Wydaje się zatem, że nie sposób rozwiązać w tym konkretnym przypadku problemu niezgodności polskiej ustawy z dyrektywą o przejściach za pomocą zastosowania odpowiednich reguł interpretacyjnych, gdyż nie da się przyjąć, jakoby przepis art. 73 u.o.p. nakazywał, w związku z przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów, ogłoszenie wezwania na nabycie wszystkich pozostałych akcji przejmowanej spółki publicznej.

5. Odpowiedzialność państwa za niepoprawną implementację dyrektywy

5.1. Odpowiedzialność na podstawie art. 417¹ § 1 k.c.

Wadliwa implementacja dyrektywy może obecnie stanowić przesłankę odpowiedzialności cywilnoprawnej Skarbu Państwa na gruncie art. 417¹ § 1 k.c. Zasada odpowiedzialności odszkodowawczej państw członkowskich za naruszenie prawa unijnego została wywiedziona przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej z art. 4 ust. 3 Traktatu o Unii Europejskiej, wskazującego na obowiązek lojalnej współpracy. Brak możliwości uzyskania przez jednostki odszkodowania w przypadku spowodowania uszczerbku dla ich uprawnień prowadziłyby do podważenia pełnej skuteczności norm prawa unijnego. Orzecznictwo Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej konkretyzuje również przesłanki tej odpowiedzialności²⁴. Po pierwsze, rezultat

²² Zob. S. Wronkowska, *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, Poznań 2005, s. 104.

²³ Por. M. Mataczyński, [w:] *Prawo rynku kapitałowego...*, op. cit., s. 349; J. Napierała, *Uwagi na temat wykładni prawa krajowego zgodnej z dyrektywami europejskiego prawa spółek*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 3, s. 204 i n.

²⁴ Wyrok TSUE z 19 listopada 1991 r. w sprawie *Andrea Francovich v. Republika Włoska*, C-6/90, pkt 40.

zamierzony w dyrektywie powinien obejmować bezwarunkowe przyznanie jednostkom określonych uprawnień²⁵. Zgodnie z drugą przesłanką powinna istnieć możliwość określenia treści tych uprawnień na podstawie przepisów dyrektywy. Trzeci warunek dotyczy zaś istnienia związku przyczynowego między naruszeniem zobowiązania ciążącego na państwie a poniesioną przez poszkodowanego szkodą.

Jednocześnie Trybunał Sprawiedliwości UE wskazuje, że naprawienie przez państwo szkody powinno odbywać się w ramach prawa zobowiązań danego państwa członkowskiego²⁶, dlatego konieczne staje się odwołanie do zasad odpowiedzialności określonych w art. 417¹ § 1 k.c. Swoistość tej regulacji polega na tym, że roszczenie o naprawienie szkody uzależnione zostało od uprzedniego stwierdzenia niezgodności danego aktu z aktem wyższego rzędu we właściwym postępowaniu, czyli od uzyskania tzw. prejudykatu²⁷. Trzeba jednak zauważyć, że polski Trybunał Konstytucyjny nie posiada kompetencji do orzekania o zgodności ustaw z aktami normatywnymi prawa Unii Europejskiej. Z tej przyczyny w piśmiennictwie pozostaje kwestią sporną, czy konieczne jest uzyskiwanie przedsądu także w przypadku dochodzenia kompensacji szkody wyrządzonej naruszeniem aktu normatywnego prawa unijnego. Za koniecznością uzyskania prejudykatu opowiada się między innymi Marek Safjan²⁸, wskazując na wykładnię językową przepisu oraz na argumenty systemowe. Bardziej trafny wydaje się jednak pogląd, zgodnie z którym przesłanka uzyskania przedsądu nie dotyczy roszczenia odszkodowawczego w przypadkach niezgodności polskich aktów normatywnych z prawem Unii Europejskiej²⁹. Za taką interpretacją przemawia przyjęta w orzecznictwie Trybunału Sprawiedliwości UE zasada zapewnienia pełnej efektywności prawa unijnego, a także trudności we wskazaniu ewentualnej kognicji sądu – Trybunał Konstytucyjny nie posiada bowiem kompetencji do badania aktów prawa unijnego, zaś Trybunał Sprawiedliwości UE nie jest właściwy do kontroli legalności i interpretacji aktów prawa krajowego. Stanowisko to można również poprzeć formalnym argumentem, że art. 417¹ § 1 k.c. nie wy-

²⁵ Por. R. Stefanicki, *Odpowiedzialność odszkodowawcza państwa wobec jednostki z tytułu niewypełnienia prawa wspólnotowego*, „Państwo i Prawo” 2004, nr 7, s. 41.

²⁶ Wyrok TSUE z 19 listopada 1991 r. w sprawie *Andrea Francovich v. Republika Włosa*, C-6/90, pkt 42.

²⁷ Zob. A. Olejniczak, Z. Radwański, *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2014, s. 229.

²⁸ Por. M. Safjan, *Odpowiedzialność odszkodowawcza z tytułu bezprawia normatywnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2005, nr 1, s. 13.

²⁹ Por. E. Bagińska, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za wykonywanie władzy publicznej*, Warszawa 2006, s. 388–390; A. Olejniczak, Z. Radwański, *Zobowiązania...*, op. cit., s. 230–231; Wyrok SN z dnia 19 czerwca 2013 r., I CSK 392/12, LEX nr 1365589.

mienia prawa wspólnotowego, które stanowi odrębny od kategorii umów międzynarodowych system norm prawnych. W konsekwencji należy stwierdzić, że to sądy powszechne, orzekające o odszkodowaniu, samodzielnie stwierdzają niezgodność polskiego aktu normatywnego z aktem prawa UE, a w razie wątpliwości zwracają się do Trybunału Sprawiedliwości z pytaniem prawnym – ale jedynie w zakresie dotyczącym obowiązywania prawa unijnego i jego wykładni³⁰.

Odnosząc powyższe rozważania do problemu wadliwej implementacji art. 5 dyrektywy o przejęciach do polskiego porządku prawnego, należy stwierdzić, że wskazany przepis jak najbardziej jest nakierowany na przyznanie akcjonariuszom mniejszościowym uprawnienia do żądania wykupu posiadanych przez nich akcji w razie przejęcia kontroli nad spółką publiczną. Większe trudności mogą dotyczyć kwestii dowodowych, związanych z wykazaniem powstania szkody oraz istnienia adekwatnego związku przyczynowego. Biorąc wszakże pod uwagę, że szkoda majątkowa obejmuje nie tylko stratę, lecz także utracone korzyści (czyli sytuację, w której majątek poszkodowanego nie wzrósł tak, jak by to się stało, gdyby nie nastąpiło zdarzenie szkodzące), nie należy *a limine* wykluczać w tym przypadku możliwości przyznania akcjonariuszom mniejszościowym odszkodowania na podstawie przepisu art. 417¹ § 1 k.c.

5.2. Odpowiedzialność na podstawie art. 258 – 260 TfUE

Państwo członkowskie, które nie implementowało dyrektywy lub implementowało ją nieprawidłowo, może także zostać skontrolowane w trybie przewidzianym w art. 258–260 TfUE³¹. Przywołane regulacje przyznają Komisji Europejskiej oraz innym państwom członkowskim kompetencję do złożenia skargi do Trybunału Sprawiedliwości na państwo naruszające zobowiązania wynikające z prawa unijnego. Należy podkreślić, że kompetencji takich nie posiada jednostka, która może co najwyżej złożyć w tej sprawie skargę do Komisji Europejskiej. Wniesienie skargi indywidualnej jest bezpłatne i nie wymaga pośrednictwa pełnomocnika, a jednostka może ją wnieść przesyłką pocztową lub drogą elektroniczną³². Komisja Europejska może

³⁰ Por. A. Olejniczak, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. III: *Zobowiązania – część ogólna*, red. A. Kidyba, LEX 2014.

³¹ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 326 z 26.10.2012, s. 47).

³² *Jak złożyć skargę do Komisji Europejskiej*, [online] http://ec.europa.eu/atwork/applying-eu-law/make_a_complaint_pl.htm [dostęp: 14.05.2017].

jednak skargę indywidualną odrzucić i nie wszczynać kontroli działania państwa członkowskiego.

W wyniku wniesienia skargi przez Komisję Europejską lub państwo członkowskie Trybunał Sprawiedliwości może wydać wyrok, w którym stwierdzi istnienie uchybienia zobowiązaniom prawa unijnego. Takie rozstrzygnięcie ma jednak wyłącznie deklaratoryjny charakter. Co więcej, Trybunał nie może w wyroku zobowiązać państwa członkowskiego do określonego działania³³ ani też uznać krajowego aktu prawnego wydanego z naruszeniem prawa Unii za nieważny. Jednocześnie zasada efektywności prawa wspólnotowego wymaga, aby organy krajowe podjęły wszelkie środki w celu zapewnienia stosowania prawa unijnego³⁴. Wyrok Trybunału powinien zatem skutkować automatycznym zakazem stosowania kwestionowanych przepisów prawa wewnętrznego zarówno przez krajowe władze sądownicze, jak i organy administracyjne³⁵.

Należy zauważyć, że wyrok Trybunału Sprawiedliwości UE stwierdzający istnienie uchybienia zobowiązaniom prawa unijnego pozbawiony jest sankcji finansowych. Dopiero w sytuacji wniesienia na podstawie przepisu art. 260 ust. 2 TfUE powtórnej skargi, dotyczącej tym razem braku wykonania orzeczenia Trybunału, możliwe jest nałożenie na dane państwo członkowskie ryczałtu lub okresowej kary pieniężnej. Do tej pory ani Komisja Europejska, ani inne państwo członkowskie nie wniosło jednak skargi dotyczącej naruszenia przez Polskę zobowiązania unijnego polegającego na wadliwej implementacji przepisu art. 5 dyrektywy o przejęciach.

...

Porównanie brzmienia art. 5 dyrektywy o przejęciach z polskimi przepisami ustawy o ofercie publicznej regulującymi instytucję wezwań majoryzacyjnych prowadzi do wniosku, że nie stanowią one prawidłowej implementacji dyrektywy. Wskazanej rozbieżności nie da się usunąć nawet poprzez zastosowanie wykładni przyjaznej prawu unijnemu. Największe wątpliwości budzi art. 73 u.o.p., pozwalający przejąć *de facto* kontrolę nad spółką publiczną bez obowiązku ogłoszenia wezwania na nabycie wszystkich akcji

³³ Wyrok TSUE z 14 kwietnia 2005 r. w sprawie *Komisja v. Republika Federalna Niemiec*, C-104/02, pkt 49.

³⁴ Por. N. Półtorak, [w:] *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Komentarz*, t. III: *Art. 223–358*, red. D. Kornobis-Romanowska, J. Łacny, A. Wróbel, LEX 2012.

³⁵ Wyrok TSUE z 19 stycznia 1993 r. w sprawie *Komisja v. Republika Włoska*, C-101/91, pkt 24.

pozostałych akcjonariuszy. Trafność poczynionych w artykule rozważań może potwierdzić przygotowany przez Komisję Nadzoru Finansowego projekt nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z dnia 9 września 2014 roku, w którym Komisja zaproponowała, aby przekroczenie progu 33¹/₃% ogólnej liczby głosów wiązało się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania na nabycie wszystkich pozostałych akcji spółki³⁶. Niestety projekt nie spotkał się z aprobatą Sejmu. Należy jednak mieć nadzieję, że zasygnalizowana nieprawidłowość zostanie w przyszłości usunięta.

ACQUIRING LARGE AMOUNTS OF SHARES – A PROBLEM OF COMPLIANCE THE POLISH REGULATION WITH THE EUROPEAN STANDARD

ABSTRACT

The present article concerns a problem, whether Polish capital market law is consistent with the Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids ("Takeover Directive"). Firstly, author explained the main aims of the Directive and the economic background of this regulation, which is connected with the control premium. Then there were presented Polish rules which are binding upon invitations to subscribe for the sale or exchange of shares of public companies. Moreover, author pointed out the main differences between Polish law and the Directive's rules with the particular emphasis on the fact that contrary to the order of the Directive, in Polish law taking control over the company doesn't trigger mandatory offer addressed to all shareholders to acquire or exchange all their securities, but only such number of shares that allows to achieve 66% of voting rights. Presented reflections allowed to formulate the conclusion that the implementation of the Directive is faulty. Herein author discussed the issue of interpretation the national law in the light of the wording and the purpose of the Directive and the problem of the State's responsibility for faulty implementation.

KEYWORDS

taking control over the company, obligatory invitations, faulty implementation of the Directive

BIBLIOGRAFIA

1. [online] <http://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/228343/228388/228389/dokument128949.pdf> [dostęp: 14.12.2017].
2. [online] [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/\\$file/3970.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/$file/3970.pdf) [dostęp: 13.12.2017].

³⁶ Zob. projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 9 września 2014 r., [online] <http://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/228343/228388/228389/dokument128949.pdf> [dostęp: 14.12.2017].

3. Bagińska E., *Odpowiedzialność odszkodowawcza za wykonywanie władzy publicznej*, Warszawa 2006.
4. Bem J., Bącal G., *Premia za kontrolę oferowana w publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji w latach 2006–2013 dla spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67.
5. von Bülow Ch., [w:] *Kölner Kommentar zum WpÜG*, Hrsg. Ch. von Bülow, Köln 2010.
6. Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2017.
7. Domański G., Goszczyk M., *Nabywanie akcji spółki publicznej – obowiązek ogłoszenia wezwań*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 4.
8. Domański G., Stępniański L., *W kwestii „zgłoszenia zamiaru” nabycia znacznego pakietu akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 1.
9. Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z 30.04.2004, s. 12 i n. ze zm.).
10. Grundmann S., *Europäisches Gesellschaftsrecht*, Heidelberg 2004.
11. *Jak złożyć skargę do Komisji Europejskiej*, [online] http://ec.europa.eu/atwork/applying-eu-law/make_a_complaint_pl.htm [dostęp: 14.12.2017].
12. *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. III: *Zobowiązania – część ogólna*, red. A. Kidyba, LEX 2014.
13. Lewandowski M., *Fuzje i przejęcia*, Warszawa 2008.
14. *Loi relative aux offres publiques d’acquisition*, 1.04.2007, „Moniteur belge” 26.04.2007.
15. Mataczyński M., *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011.
16. Napierała J., *Uwagi na temat wykładni prawa krajowego zgodnej z dyrektywami europejskiego prawa spółek*, „Czasopismo Kwartalne Catego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 3.
17. Olejniczak A., Radwański Z., *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2014.
18. Opalski A., *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010.
19. Oplustil K., Bobrzyński M., *Europejskie przejęcie spółek publicznych. Trzynasta Dyrektywa UE z zakresu prawa spółek i jej implikacje dla prawa polskiego*, „Studia Prawnicze” 2004, nr 1.
20. Oplustil K., *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, „Przegląd Legislacyjny” 2005, nr 3–4.
21. *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Warszawa 2015.
22. Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003.
23. Safjan M., *Odpowiedzialność odszkodowawcza z tytułu bezprawia normatywnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2005, nr 1.
24. Stefanicki R., *Odpowiedzialność odszkodowawcza państwa wobec jednostki z tytułu niewypełnienia prawa wspólnotowego*, „Państwo i Prawo” 2004, nr 7.
25. *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz. Urz. UE C 326 z 26.10.2012)*.
26. *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Komentarz*, t. III: *Art. 223–358*, red. D. Kornobis-Romanowska, J. Łacny, A. Wróbel, LEX 2012.
27. Wronkowska S., *Podstawowe pojęcia prawa i prawoznawstwa*, Poznań 2005.
28. Wyrok SN z dnia 19 czerwca 2013 r., I CSK 392/12, LEX nr 1365589.

29. Wyrok TSUE z 14 kwietnia 2005 r. w sprawie *Komisja v. Republika Federalna Niemiec*, C-104/02.
30. Wyrok TSUE z 19 listopada 1991 r. w sprawie *Andrea Francovich v. Republika Włoska*, C-6/90.
31. Wyrok TSUE z 19 stycznia 1993 r. w sprawie *Komisja v. Republika Włoska*, C-101/91.

