

Zgodność regulacji prawnej działania w porozumieniu (*acting in concert*) z przepisami prawa Unii Europejskiej

Słowa kluczowe: działanie w porozumieniu, *acting in concert*, spółka publiczna, harmonizacja prawa

Regulacja działania w porozumieniu w spółkach publicznych określona w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych¹ wzbudza liczne kontrowersje². Część autorów uznaje, że definicja działania w porozumieniu zawarta w ustawie o ofercie jest sprzeczna z przepisami prawa Unii Europejskiej, zwłaszcza dyrektywą Transparency³, postulując kompleksową zmianę przepisów⁴. Celem niniejszego artykułu jest wykazanie tezy przeciwnej, zgodnie z którą polska regulacja działania w porozumieniu jest zgodna z prawem Unii Europejskiej oraz nie występuje w tym zakresie konieczność wprowadzania kontrowersyjnych zmian legislacyjnych.

I. Cel obowiązków informacyjnych oraz obowiązków związanych z przeprowadzaniem wezwań

Punktem wyjścia dla oceny zgodności rozwiązań przyjętych w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. z przepisami prawa Unii Europejskiej jest wyjaśnienie *ratio legis* obowiązków informacyjnych (ujawniania stanu posiadania) oraz instytucji wezwań w związku z nabywaniem znacznych pakietów akcji.

Podstawowym celem obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem oraz zbywaniem znacznych pakietów akcji (art. 9 dyrektywy Transparency, art. 69 ust. 1 u.o.p.) jest zapewnienie uczestnikom rynku kapitałowego (tj. inwestorom, potencjalnym inwestorom czy akcjonariuszom mniejszościowym) możliwości prawidłowej oceny sprawowania kontroli nad spółką, czy inaczej oddziaływania na spółkę przez akcjonariuszy⁵, a tym samym niwelowanie zjawiska asymetrii informacji i wzmocnienie transparentności rynku kapitałowego⁶. Innymi słowy, we wskazanych przepisach chodzi o zapewnienie ochrony prawa do informacji uczestników rynku ukierunkowanego na wiedzę o tym, kto faktycznie podejmuje decyzje o wykonywaniu praw z akcji spółki publicznej.

Zapewnienie jak największej transparentności (przejrzystości) rynku kapitałowego jest silnie akcentowane w preambule do dyrektywy Transparency, która stanowi, że:

1) „Skuteczne, przejrzyste i zintegrowane rynki papierów wartościowych stanowią wkład w tworzenie prawdziwego, jednolitego rynku europejskiego we Wspólnocie

1 Dz.U. z 2020 r. poz. 2080 ze zm. – dalej u.o.p. lub ustawa o ofercie.

2 Zob. np. P. Błaszczak, *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017/8, s. 21–30; K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015/5, s. 14–24. Wątpliwości interpretacyjne związane z definicją działania w porozumieniu pojawiły się już na gruncie art. 158a ust. 3 pkt 3 ustawy z 21.08.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 2005 r. poz. 937 ze zm.). Wskazaną problematykę szeroko omawia M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. Komentarz, Warszawa 2003, s. 860–914.

3 Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Ur. UE L 390, s. 38, ze zm.) – dalej dyrektywa Transparency.

4 K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 23–24; P. Błaszczak, *Nabywanie...*, s. 29.

5 A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2012, s. 262.

6 D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Legalis 2012, art. 69 u.o.p., nb 1–3, art. 87 u.o.p., nb 16; M. Michalski [w:] *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. M. Michalski, Warszawa 2014, art. 69 u.o.p., nb 2; K. Haładaj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, art. 69 u.o.p., nb 2; M. Romanowski, *Prawo...*, s. 728.



- oraz sprzyjają rozwojowi i tworzeniu nowych miejsc pracy poprzez lepsze rozdysponowanie kapitału oraz redukcję kosztów. Ujawnienie precyzyjnych, wyczerpujących i aktualnych informacji o emitentach papierów wartościowych buduje trwałe zaufanie inwestorów i umożliwia opartą na odpowiednich informacjach ocenę ich wyników oraz aktywów” (pkt 1 zd. 1 preambuły);
- 2) „W tym celu emitenci papierów wartościowych powinni zapewnić odpowiedni poziom przejrzystości danych w relacjach z inwestorami poprzez regularny przepływ informacji. Z tego samego powodu akcjonariusze albo osoby fizyczne lub prawne posiadające prawa głosu lub instrumenty finansowe, z których wynika prawo do nabycia istniejących akcji wraz z prawami głosu, powinni także informować emitentów o nabyciu lub innych zmianach w większościowych pakietach akcji w spółkach tak, aby mogli oni na bieżąco udostępniać te informacje do publicznej wiadomości” (pkt 2 preambuły);
 - 3) „Należy podawać do wiadomości publicznej informacje o zmianach w większościowych pakietach akcji emitentów, których akcje stanowią przedmiot obrotu na rynku regulowanym. Informacje takie powinny umożliwiać inwestorom nabywanie lub zbywanie akcji z pełną świadomością zmian w strukturze głosów; powinny one także zwiększyć skuteczność kontroli emitentów akcji oraz ogólną przejrzystość istotnych przepływów kapitału” (pkt 18 zd. 1 preambuły);
 - 4) „Celem niniejszej dyrektywy jest udoskonalenie aktualnie obowiązujących wymagań dotyczących przejrzystości, które muszą spełnić emitenci papierów wartościowych oraz inwestorzy nabywający i zbywający większościowe pakiety akcji emitentów, których akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym” (pkt 38 zd. 1 preambuły).

Z kolei podstawowym celem obowiązku ogłoszenia i przeprowadzenia wezwania w przypadku nabycia znacznych pakietów akcji jest ochrona akcjonariuszy mniejszościowych poprzez umożliwienie im „wyjścia” ze spółki zamierzającej przez jednego (lub kilku) akcjonariuszy, którzy przejęli albo zamierzają przejąć nad nią kontrolę. Wniosek ten potwierdza pkt 9 zd. 1 i 2 preambuły dyrektywy w sprawie ofert przejęcia⁷, zgodnie z którym: „Państwa Członkowskie powinny podjąć niezbędne kroki dla ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad ich spółkami. Państwa Członkowskie powinny zapewnić taką ochronę poprzez zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery po godziwej cenie, zgodnie ze wspólną definicją”.

Równocześnie, aby uniemożliwić obchodzenie obowiązków w zakresie ujawniania stanu posiadania oraz dokonywania wezwań, prawodawca unijny rozszerzył katalog podmiotów podlegających pod te obowiązki

na sytuacji występowania różnego rodzaju pośrednich powiązań i zależności w zakresie oddziaływań na spółkę, ponieważ *de facto* mogą one wywierać podobny skutek jak oddziaływanie bezpośrednie⁸. Dlatego też również polski ustawodawca rozszerzył obowiązki określone w rozdziale 4 ustawy o ofercie m.in. na nabywców kwitów depozytowych wystawianych w związku z akcjami spółki publicznej (art. 87 ust. 1 pkt 1 u.o.p.); osoby, które posiadają akcje za pośrednictwem osoby trzeciej (art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a u.o.p.), a także na podmioty działające w porozumieniu (art. 87 ust. 1 pkt 5–6 u.o.p.).

W konsekwencji, funkcją wprowadzenia regulacji działania w porozumieniu (*acting in concert*) jest także zapobieżenie obchodzeniu obowiązków przewidzianych w prawie rynku kapitałowego przez działanie polegające na sztucznym dzieleniu pakietu akcji między kilka podmiotów, z których każdy indywidualnie posiada akcje w liczbie niższej od progów aktualizujących przewidziane prawem obowiązki⁹. Gdyby nie regulacje dotyczące porozumień, przepisy o ujawnianiu stanu posiadania oraz obowiązku dokonywania wezwań mogłyby być w łatwy sposób omijane.

W efekcie nie zostałby zrealizowany cel dyrektywy Transparency oraz dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, ponieważ na skutek zawarcia porozumienia uczestnicy rynku nie wiedzieliby, jakie są rzeczywiste relacje właścicielskie w spółce (a więc kto faktycznie sprawuje kontrolę nad spółką), a akcjonariusze mniejszościowi nie mogliby „wyjść” ze spółki przez sprzedaż akcji w drodze wezwania.

2. Charakter prawny dyrektywy – środek harmonizacji krajowych porządków prawnych

Przed wyjaśnieniem charakteru prawnego dyrektywy jako aktu prawa Unii Europejskiej, niezbędne staje się dokonanie rozróżnienia pomiędzy ujednoczeniem (unifikacją) prawa krajowego poszczególnych państw członkowskich a jego harmonizacją. W tym pierwszym przypadku chodzi o ustanawianie wspólnego prawa, zawierającego normy prawne o identycznej treści (tzw. *hard law*). Z kolei harmonizacja nie prowadzi do stworzenia tego samego rozwiązania danej kwestii, ale do znoszenia różnic pomiędzy poszczególnymi porządkami prawnymi. Celem harmonizacji jest zatem doprowadzenie do upodobnienia krajowych rozwiązań prawnych¹⁰.

Typowym aktem prawnym służącym harmonizacji prawa Unii Europejskiej są dyrektywy, na co wprost

⁸ Zob. art. 10 dyrektywy Transparency oraz art. 5 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

⁹ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 15.

¹⁰ Szerzej, zob. A. Szumański, *Ujednoczenie czy harmonizacja europejskiego prawa spółek* [w:] *W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, red. A. Brzozowski, W. Kocot, K. Michalowska, Warszawa 2007, s. 327–347.

⁷ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. WE L 142, s. 12, ze zm.) – dalej dyrektywa w sprawie ofert przejęcia.

wskazuje art. 288 ak. 3 TFUE¹¹, zgodnie z którym dyrektywa „wiąże każde Państwo Członkowskie, do którego jest kierowana, w odniesieniu do rezultatu, który ma być osiągnięty, pozostawia jednak organom krajowym swobodę wyboru formy i środków”. Dyrektywy stanowią zatem jeden z instrumentów procesu harmonizacji prawa w Unii Europejskiej, która zmierza do utworzenia stosunkowo spójnej całości systemu prawa unijnego, przy zachowaniu odrębności konstrukcyjnych w zakresie instytucji występujących w poszczególnych państwach członkowskich. W efekcie stosowania dyrektyw na płaszczyźnie merytorycznej ma dojść do zmniejszenia różnic pomiędzy poszczególnymi rozwiązaniami stosowanymi przez państwa członkowskie.

Dyrektywa (ze swojej istoty) zakłada zatem, że rozwiązania przyjęte przez poszczególne państwa członkowskie przy wdrażaniu dyrektyw mogą się różnić. Granicą tych różnic jest konieczność osiągnięcia rezultatu (a więc zamierzonego celu) dyrektyw w procesie ich implementacji do krajowych porządków prawnych.

Na gruncie prawa spółek, m.in. ze względu na występowanie znacznych różnic pomiędzy tradycjami prawnymi poszczególnych państw członkowskich, rzadko stosowanym rozwiązaniem jest unifikacja prawa, przeprowadzana za pomocą rozporządzeń, które są stosowane bezpośrednio i jednolicie we wszystkich państwach członkowskich¹², a i w tym przypadku niekiedy pozostawia się w określonym zakresie swobodę prawodawcy krajowemu co do uregulowania pewnych zagadnień w ustawie krajowej. Tzw. europejskie prawo spółek opiera się zatem głównie na dyrektywach.

Analizując poszczególne postanowienia dyrektyw, ich cel oraz relację w stosunku do innych aktów prawnych, można wskazać różne „modele” harmonizacji, biorąc pod uwagę kryterium „intensywności” ich oddziaływania na prawo krajowe. W tym zakresie wyodrębnia się harmonizację minimalną, częściową, alternatywną lub maksymalną (zupelną). Co istotne, nawet w tym ostatnim przypadku, gdy dyrektywa (lub jej część) w sposób pełny i szczegółowy reguluje daną dziedzinę, to państwa członkowskie nie są całkowicie pozbawione swobody implementacyjnej i nie muszą w sposób identyczny stosować postanowień dyrektyw w krajowych porządkach prawnych. Istotą implementacji dyrektyw unijnych, niezależnie od zastosowanej metody harmonizacji, jest bowiem zapewnienie ustawodawcy krajowemu pewnego zakresu swobody w zakresie implementacji. Tym samym nawet tzw. zupełna harmonizacja nie eliminuje gwarancji zapewnionych przez art. 288 ak. 3 TFUE, pod warunkiem, że wdrażając dyrektywę państwa członkowskie zapewniają osiągnięcie jej celu (rezultatu). W przeciwnym przypadku, wbrew swojej istocie, dyrektywa stanowiłaby akt unifikacji

prawa państw członkowskich o funkcji niemal identycznej co rozporządzenie. Takie działanie należałoby uznać za sprzeczne z normami traktatowymi pozostającymi powyżej w hierarchii aktów prawa Unii Europejskiej.

3. Zgodność art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. z przepisami prawa Unii Europejskiej

Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p.: „Z zastrzeżeniem wyjątków przewidzianych w przepisach niniejszego rozdziału, obowiązki w nim określone odpowiednio spoczywają: również łącznie na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania bezpośrednio lub pośrednio, lub obejmowania w wyniku oferty niebędącej ofertą publiczną przez te podmioty lub przez osobę trzecią, o której mowa w pkt 3 lit. a, akcji spółki publicznej, lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu lub prowadzenia trwałej polityki wobec spółki, chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków”¹³.

Polskie przepisy ustawy o ofercie (podobnie jak np. przepisy hiszpańskie¹⁴) zawierają jedną definicję porozumienia, która jest stosowana zarówno do obowiązków informacyjnych związanych z ujawnieniem stanu posiadania (art. 69 i n. u.o.p.), jak i obowiązków dotyczących wezwań (art. 73 i n. u.o.p.). Artykuł 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. implementuje tym samym dwie dyrektywy:

- 1) dyrektywę Transparency; w tym zakresie odpowiednikiem polskiej definicji porozumienia jest art. 10 lit. a dyrektywy Transparency, zgodnie z którym: „Wymagania dotyczące zawiadamiania, określone w art. 9 ust. 1 i 2, mają zastosowanie również wobec osoby fizycznej lub prawnej w zakresie, w jakim osoba taka uprawniona jest do nabywania, zbywania lub wykonywania praw głosu w którymkolwiek z poniższych przypadków lub też ich kombinacji: a) prawa głosu są w posiadaniu osoby trzeciej, z którą ta osoba fizyczna lub prawna podpisała umowę zobowiązującą do przyjęcia, poprzez wspólne i zgodne wykonanie praw głosu będących w ich posiadaniu, długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania danym emitentem”;
- 2) dyrektywę w sprawie ofert przejęcia; w tym przypadku art. 2 ust. 1 lit. d dyrektywy w sprawie ofert przejęcia

¹³ Poprzednia wersja tego przepisu, która pozostaje jednak bez zmian dla analizy niniejszego artykułu, brzmiała: „Z zastrzeżeniem wyjątków przewidzianych w przepisach niniejszego rozdziału, obowiązki w nim określone odpowiednio spoczywają: również łącznie na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania przez te podmioty akcji spółki publicznej lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu lub prowadzenia trwałej polityki wobec spółki, chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków”. Wskazane brzmienie art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. zostało zmienione przez art. 1 pkt 69 lit. a tiret drugie ustawy z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 2217).

¹⁴ Zob. raport ESMA z 7.07.2011 r., Mapping of the Transparency Directive – Options, Discretions and “Gold-plating”, ESMA/2011/194, s. 92, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_194.pdf (dostęp: 8.03.2021 r.).

¹¹ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana Dz.Urz. UE C 202 z 2016 r., s. 47) – dalej TFUE.

¹² W momencie, w którym uznaje się, że dana materia jest szczególnie ważna dla idei rynku wewnętrznego UE, prawodawca może zdecydować się na zastosowanie unifikacji zamiast harmonizacji. Taka sytuacja miała miejsce np. w sytuacji regulacji obowiązków przekazywania informacji poufnych w drodze rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (Dz.Urz. UE L 173, s. 1).



definiuje osoby działające w porozumieniu jako: „osoby fizyczne lub prawne współpracujące z oferentem lub spółką będącą przedmiotem oferty na zasadzie porozumienia, wyraźnego lub cichego, ustnego lub pisemnego, którego celem jest przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty lub zakłócenie pomyślnego wyniku oferty”. Wskazany przepis należy czytać łącznie z art. 5 ust. 1 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, który wskazuje, że w sytuacji gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, dający jej kontrolę nad tą spółką, to państwa członkowskie mają zapewnić, że od takiej osoby wymaga się złożenia oferty skierowanej do pozostałych akcjonariuszy.

Literalne brzmienie art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. wskazuje, że polski ustawodawca wprowadził szerszą definicję porozumienia od pojedynczych definicji wskazanych w dyrektywie Transparency oraz dyrektywie w sprawie ofert przejęcia. Przedmiot porozumienia według polskich przepisów powinien bowiem dotyczyć co najmniej jednej z następujących kwestii: 1) nabywania przez podmioty działające w porozumieniu akcji spółki publicznej, lub 2) zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej, lub 3) prowadzenia trwałej polityki wobec spółki.

Odmienne od art. 10 lit. a dyrektywy Transparency oraz art. 2 ust. 1 lit. d. w zw. z art. 5 ust. 1 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia brzmienie art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. oraz wprowadzenie jednej uniwersalnej definicji porozumienia na potrzeby zarówno rozszerzenia obowiązków informacyjnych spółek, jak i zakresu podmiotowego wezwań, należy uznać za rozwiązanie zgodne z założeniem charakteru dyrektywy, jako aktu stanowiącego narzędzie harmonizacji, a nie unifikacji prawa. Polski ustawodawca korzystając ze swobody implementacji dyrektyw nie musiał zatem stosować identycznych definicji porozumień, jak te zaproponowane w prawie unijnym.

Tak też stało się w praktyce implementacji definicji porozumień do porządków prawnych poszczególnych państw członkowskich, zawierających różne definicje porozumień¹⁵. Wymaga zwrócenia uwagi, że w zakresie implementacji definicji działania w porozumieniu aż w 16 państwach członkowskich definicja porozumienia jest szersza od tej zaproponowanej w dyrektywie w sprawie ofert przejęcia¹⁶.

Ponownie należy podkreślić, że to właśnie osiągnięcie rezultatu (celu) dyrektywy powinno być podstawowym kryterium przy dokonaniu oceny zgodności polskich przepisów implementujących dyrektywę z jej przepisami.

W tym zakresie art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. należy uznać za przepis, który w pełni realizuje założenia zarówno dyrektywy Transparency, jak i dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, ponieważ służy zapewnieniu daleko idącej transparentności relacji właścicielskich w spółce publicznej oraz chroni akcjonariuszy mniejszościowych przed łatwym obchodzeniem przepisów dotyczących obowiązków wezwań. Z powodu konieczności zapewnienia ochrony inwestorów oraz akcjonariuszy mniejszościowych przepisy ustawy o ofercie nie mogą zatem zostać ocenione jako niezgodne z przepisami prawa UE, zwłaszcza w sytuacji, w której dyrektywa w sprawie ofert przejęcia wprowadza jedynie minimalne wymogi harmonizacji¹⁷.

Niezgodności art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. z przepisami prawa Unii Europejskiej trafnie nie dostrzegł Sąd Najwyższy. W wyroku z 16.09.2016 r., IV CSK 748/15¹⁸, Sąd Najwyższy uznał, że: „Chybione są także zarzuty dotyczące naruszenia dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym [...] oraz dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia [...]. Ich rozwiązania zostały bowiem implementowane do polskiego systemu prawnego, a odstępstwa obejmujące omawianą regulację były możliwe”.

Przy ocenie zgodności art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. z przepisami prawa UE należy również pamiętać, że artykuł ten wdraża nie tylko przepisy dyrektywy Transparency, ale także przepisy dyrektywy w sprawie ofert przejęcia. Jednakże, nawet analiza zgodności art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. dokonana w „oderwaniu” od dyrektywy w sprawie ofert przejęcia nie daje podstaw do wyciągnięcia wniosku, że art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. jest sprzeczny z przepisami dyrektywy Transparency. Polskie przepisy zapewniają bowiem osiągnięcie zamierzonego rezultatu dyrektywy Transparency (określonego w pkt 1, 2, 18, 38 preambuły) w postaci zapewnienia inwestorom informacji na temat tego, jakie są rzeczywiste relacje właścicielskie w spółce (a więc kto faktycznie sprawuje kontrolę nad spółką).

Powyższego wniosku nie zmienia treść art. 3 ust. 1a ak. 4 dyrektywy Transparency, zgodnie z którym: „Macierzyste państwo członkowskie nie może stosować wobec akcjonariusza albo osoby fizycznej lub prawnej, o których mowa w art. 10 lub 13, wymogów bardziej rygorystycznych niż określone w niniejszej dyrektywie, z wyjątkiem: (i) ustanawiania niższych lub dodatkowych progów powodujących obowiązek zawiadamiania, w stosunku do progów określonych w art. 9 ust. 1 i nakładania wymogu równoważnych zawiadomień w związku z progami opartymi na udziałach kapitałowych; (ii) stosowania wymogów bardziej rygorystycznych niż określone w art. 12; lub (iii) stosowania przepisów ustawowych, wykonawczych lub administracyjnych przyjętych w odniesieniu do ofert przejęcia, transakcji łączenia i innych transakcji mających wpływ na własność

¹⁵ Raport ESMA z 7.07.2011 r., s. 92.

¹⁶ Zob. raport ESMA z 8.02.2019 r., Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive, ESMA 31-65-682, s. 16-17, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-65682_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf (dostęp: 13.09.2019 r.).

¹⁷ Trafnie: M. Mataczyński [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, LEX 2015, art. 87 u.o.p., nb 36.

¹⁸ LEX nr 2182290.

spółek lub ich kontrolowanie, nadzorowanych przez organy wyznaczone przez państwa członkowskie na mocy art. 4 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia¹⁹.

Z preambuły do nowelizacji dyrektywy Transparency wynika, że celem wprowadzenia ww. regulacji było zapewnienie większej pewności prawa oraz zmniejszenie obciążeń administracyjnoprawnych dla inwestorów transgranicznych¹⁹. Wartości te nie powinny jednak przeważać nad podstawowym celem dyrektywy Transparency, jakim jest zapewnienie ochrony inwestorów oraz zwiększenie przejrzystości na rynku kapitałowym. W praktyce oznacza to, że w sytuacji gdy zachodzi wątpliwość, czy dany przypadek należy uznać za działanie w porozumieniu, przyznaje się prymat zasadzie przejrzystości nad zasadą pewności prawa czy kwestią zmniejszenia obciążeń dla inwestorów transgranicznych.

Przyjmując nawet, że art. 3 ust. 1a ak. 4 dyrektywy Transparency wprowadził pełną (maksymalną) harmonizację przepisów dotyczących porozumień na potrzeby obowiązków informacyjnych, to nie oznacza to, że państwa członkowskie były zmuszone do przepisania „1:1” art. 10 dyrektywy Transparency oraz pozbawione zostały swobody jego implementacji. Gdyby tak było, unijny prawodawca powinien wprowadzić przepisy regulujące działanie w porozumieniu na poziomie rozporządzenia unijnego a nie dyrektywy.

O tym, że państwa członkowskie nie zostały całkowicie pozbawione swobody w zakresie implementacji, świadczy zresztą sama treść art. 10 zd. 1 dyrektywy Transparency, który wskazuje, że obowiązek zawiadamiania o nabyciu i zbyciu znacznych pakietów akcji dotyczy nie tylko przypadków określonych w art. 10 lit. a–h, ale również sytuacji występowania różnej kombinacji tych przypadków, które ze swojej natury nie mają charakteru katalogu zamkniętego.

W świetle powyższych uwag nie sposób zgodzić się z prezentowanymi w doktrynie stanowiskami o rzekomej niezgodności polskiej definicji porozumienia z przepisami prawa unijnego.

4. Ograniczenie stosowania art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. w drodze odpowiedniej wykładni przepisów prawa

Odnosząc się do zgłaszanych propozycji nowelizacji art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., polegających np. na wprowadzeniu oddzielnej definicji porozumienia na potrzeby wezwań i obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji²⁰, należy nie tylko przypomnieć sformułowanie

¹⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z 22.10.2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz.Urz. UE L 294, s. 13).

²⁰ W doktrynie takie rozwiązanie sugerują K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 23–24; P. Błaszczak, *Nabywanie...*, s. 29.

omnis definitio in iure civili periculosa (wszelka definicja w prawie cywilnym jest niebezpieczna, ponieważ rzadko się zdarza, by nie można było jej podważyć²¹), ale przede wszystkim wskazać, że same wątpliwości interpretacyjne, które mogą się pojawić na gruncie definicji prawnych, nie uzasadniają konieczności dokonywania zmian legislacyjnych. Wszelkie zmiany legislacyjne – zgodnie z zasadami prawidłowej legislacji – powinny być bowiem traktowane jako środek o charakterze *ultima ratio* przy równoczesnym poszukiwaniu odpowiedzi na pytanie, czy w ramach istniejącego porządku prawnego nie istnieje rozwiązanie alternatywne, które może skutecznie służyć osiągnięciu założonych celów²².

W przypadku definicji działania w porozumieniu założony cel w postaci ochrony uczestników obrotu przed próbą zbyt szerokiej interpretacji tej definicji (zwłaszcza przez organ nadzoru), przy równoczesnym zapobieganiu obchodzeniu obowiązków przewidzianych w prawie rynku kapitałowego i zapewnieniu ochrony inwestorów oraz akcjonariuszy mniejszościowych, może być osiągnięty poprzez stosowanie funkcjonalnej oraz prounijnej wykładni art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. bez sięgania po kontrowersyjne zmiany legislacyjne.

W tym miejscu należy dostrzec, że wyprowadzenie normy prawnej z przepisu prawa (lub kilku przepisów) zawsze powinno uwzględniać – oprócz wykładni językowej (literalnej) – metody wykładni nawiązujące do celu normy w danym systemie prawa. Równocześnie wykładni funkcjonalnej należy przyznać prymat nad wykładnią językową. Taki stosunek do wykładni prawa jest także przesądzony w rzeczywistości prawnej, jaką jest członkostwo Polski w Unii Europejskiej. Na gruncie prawa unijnego podstawowym założeniem wykładni jest poszukiwanie funkcji i celu interpretowanego przepisu. Prawa nie czyta się dosłownie, zgodnie z jego literalnym brzmieniem. W każdym przypadku stosujący prawo ma obowiązek zakładać racjonalność normy zawartej w przepisie, ukierunkowaną na osiągnięcie pożądanego stanu rzeczy (celu). Ponadto, w przypadku implementacji dyrektywy, należy stosować „tak dalece jak to możliwe” prounijną wykładnię przepisów prawa krajowego, która pozwoli na osiągnięcie rezultatu dyrektywy²³.

Odnosząc powyższe uwagi do przypadku art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., należy wskazać, że odwołanie się do funkcji przepisu (w postaci zapewniania inwestorom informacji na temat tego, kto rzeczywiście kontroluje spółkę) oraz do prounijnej wykładni prawa UE (w postaci uwzględnienia treści art. 3 ust. 1a ak. 4 w zw. z art. 10 lit. a dyrektywy Transparency, zasady pewności prawa czy konieczności zmniejszenia obciążeń administracyjnoprawnych dla akcjonariuszy) pozwala na ograniczenie dokonywania zbyt szerokiej interpretacji definicji porozumienia zawartej w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. (zwłaszcza przez organ nadzoru). Ograniczenie stosowania art. 87 ust. 1

²¹ W tłumaczeniu W. Rozwadowskiego, *Spory wokół definicji czynności prawnej w polskim prawie cywilnym*, „Państwo i Prawo” 2014/9, s. 54.

²² Rozporządzenie Prezesa Rady Ministrów z 20.06.2002 r. w sprawie „Zasad techniki prawodawczej” (Dz.U. z 2016 r. poz. 283); zob. też M. Romanowski, *Cios wymierzony językiem jest silniejszy niż cios wymierzony lancą (Anonim)*, *czyli o legislacji jako sztuce*, „Monitor Prawa Handlowego” 2014/4, s. 47.

²³ Zob. wyrok TS z 19.11.1991 r., sprawy połączone C-6/90 oraz C-9/90, Andrea Francovich, Daniela Bonifaci i inni przeciwko Włochom, EU:C:1991:428.



pkt 5 u.o.p. przy zastosowaniu funkcjonalnej i pronijnej wykładni może nastąpić np. poprzez:

- 1) uznanie, że z porozumieniem mamy do czynienia wówczas, gdy kryterium zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej jest połączone z przesłanką prowadzenia trwałej polityki wobec spółki (tak jak w dyrektywie Transparency, gdzie „zgodne wykonywanie prawa głosu” i „długoterminowa wspólna polityka” stanowią elementy jednej przesłanki działania w porozumieniu);
- 2) przyjęcie, że pojedyncze zawieranie koalicji drobnych akcjonariuszy w sprawie głosowania nad wybranymi uchwałami walnego zgromadzenia akcjonariuszy wbrew dosłownemu brzmieniu art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. nie powinny być traktowane jako działania w porozumieniu²⁴;
- 3) uznanie, że poza zakresem art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. są porozumienia, których celem jest jedynie ustabilizowanie relacji własnościowych w spółce przez czasowe wyłączenie lub ograniczenie zbywalności akcji (np. umowy ustanawiające prawo pierwszeństwa nabycia akcji, opcje na akcje czy też umowy typu *lock-up* lub *standstill*²⁵).

Ewentualne wątpliwości w zakresie prawidłowości implementacji dyrektywy Transparency przez polskiego prawodawcę powinny być zatem korygowane za pomocą odpowiedniej wykładni art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p.

5. Wnioski

Artykuł 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., pomimo że wprowadził szerszą definicję porozumienia od pojedynczych definicji wskazanych w dyrektywie Transparency oraz dyrektywie w sprawie ofert przejęcia, w pełni realizuje założenia obu dyrektyw, ponieważ stanowi istotne narzędzie do zapewnienia transparentności relacji właścicielskich w spółce publicznej oraz chroni akcjonariuszy mniejszościowych przed łatwym obchodzeniem przepisów dotyczących obowiązków ogłoszenia wezwań.

W konsekwencji przeprowadzona w niniejszym artykule analiza uzasadnia pogląd, że art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. jest zgodny z przepisami prawa Unii Europejskiej, w tym w szczególności z art. 3 ust. 1a ak. 4 w zw. z art. 10 lit. a dyrektywy Transparency oraz art. 2 ust. 1 lit. d w zw. z art. 5 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

Artykuł 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. nie musi zatem podlegać zmianom legislacyjnym, w celu jego dostosowania do wymogów prawa Unii Europejskiej.

W celu ochrony uczestników obrotu, stosując funkcjonalną oraz pronijną wykładnię na potrzeby publikowania informacji o nabywaniu znacznych pakietów akcji, możliwe jest jednak ograniczenie stosowania szerokiej definicji porozumienia zawartego w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. poprzez odwołanie się do treści art. 3 ust. 1a ak. 4 w zw. z art. 10 lit. a dyrektywy Transparency, zasady pewności prawa czy konieczności zmniejszenia obciążeń administracyjnoprawnych dla akcjonariuszy.

²⁴ Trafnie: K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 18.

²⁵ Trafnie: P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 24.

Abstract

dr Piotr Kuźnicki

The author is an advocate at Romanowski i Wspólnicy law firm (Poland) (Contribution to the authorship of the text – 50%)

Piotr Haiduk

The author is an advocate, a partner at Romanowski i Wspólnicy law firm (Poland) (Contribution to the authorship of the text – 50%)

Consistency of Legal Regulation on Acting in Concert with Provisions of Law of the European Union

Keywords: *acting in concert, public company, harmonization of law*

The aim of this paper is to discuss the issue of correct implementation of the Transparency Directive and the Takeover Directive into the Polish legal system. The views presented in legal literature suggest that Article 87(1)(5) of the Act on Public Offering provides for an erroneous implementation of the definition of ‘acting in concert’ for the purposes of disclosure obligations in public companies and acting on invitations to sell shares. The article shows that the aforementioned provision is consistent with the provisions of the EU law. The proposal to remove interpretive doubts by amending the Act is criticized. The article presents an alternative solution, involving the removal of doubts by a functional and pro-European interpretation, which may ensure adequate protection of market participants.

Bibliografia / References

- Błaszczuk P., *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017/8.
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2012.
- Gago-Rudnicka D., Jakszuk S. [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Legalis 2012.
- Haładaj K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009.
- Mataczyński M. [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, LEX 2015.
- Michalski M. [w:] *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. M. Michalski, Warszawa 2014.
- Oplustil K., Sas M., *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015/5.
- Romanowski M., *Cios wymierzony językiem jest silniejszy niż cios wymierzony lancą (Anonim)*, czyli o legislacji jako sztuce, „Monitor Prawa Handlowego” 2014/4.
- Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003.
- Rozwadowski W., *Spory wokół definicji czynności prawnej w polskim prawie cywilnym*, „Państwo i Prawo” 2014/9.
- Szumański A., *Ujednolicenie czy harmonizacja europejskiego prawa spółek* [w:] *W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, red. A. Brzozowski, W. Kocot, K. Michałowska, Warszawa 2007.