

Witold Sawicz

Implementacja zasady neutralności sformułowanej w XIII Dyrektywie UE w sprawie ofert przejęć (2004/25)

Studia Lubuskie : prace Instytutu Prawa i Administracji Państwowej Wyższej
Szkoły Zawodowej w Sulechowie 9, 61-96

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

WITOLD SAWICZ

Doktorant
Uniwersytetu Adama Mickiewicza

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)

1. Uwagi wstępne

Wrogie przejęcia spółek akcyjnych stanowią nie tylko stały, ale i prawdopodobnie trwały element europejskiego rynku kapitałowego¹. Podstawowym wspólnotowym aktem prawnym, regulującym przejęcie kontroli nad publiczną spółką akcyjną, w tym również tzw. wrogie przejęcie², jest XIII Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia³. Dyrektywa przyjęta

¹ Problematyka znaczenia wyrażenia „wrogie przejęcie” w literaturze prawniczej i ekonomicznej omówiona została w: W. Sawicz, *Wokół problematyki definicji tzw. „wrogiego przejęcia spółki akcyjnej”*, „Studia Lubuskie” 2011, t. VII, s. 119-149.

² W dyrektywie nie użyto wyrażenia „wrogie przejęcie”, ani innych podobnych zwrotów spotykanych w literaturze przedmiotu, ale – tytułem przykładu – spotyka się określenia: „konstrukcje i mechanizmy obronne”, „oferta przejęcia”, „spółka będąca przedmiotem oferty”. Przedmiot regulacji niewątpliwie dotyczy pośrednio również zagadnienia tzw. wrogich przejęć, o czym świadczy choćby treść art. 9 oraz art. 11 XIII Dyrektywy UE.

³ Dz. Urz. UE z 30 kwietnia 2004 r., L 142, s. 12. Uwaga: w dalszej części pracy

została 21 kwietnia 2004 r. po ponad trzydziestoletnim okresie prac nad jej treścią. Do jej przyjęcia konieczne były daleko idące kompromisy o charakterze politycznym. Zdaniem wielu przedstawicieli doktryny i praktyki kompromisy te doprowadziły do wypaczenia *ratio legis* tej regulacji⁴. Celem niniejszego opracowania jest weryfikacja hipotezy badawczej, polegającej na stwierdzeniu, iż ustawodawca UE w sposób jednoznaczny określił wzorzec wykonywania mandatu członków władz publicznej spółki akcyjnej w warunkach jej wrogiego przejęcia (zasada neutralności). Zdecydowana większość państw członkowskich UE implementowała ten wzorzec w formie bezwzględnie obowiązujących norm prawnych, a ustawodawca polski należy do nielicznych wyjątków, którzy nie zdecydowali się na taki zabieg legislacyjny.

2. Podstawowe cele XIII Dyrektywy UE

Podstawowym celem XIII Dyrektywy UE była potrzeba zharmonizowania procedur przejęć spółek publicznych poprzez zniesienie barier dla ich dokonywania, które to bariery były dopuszczalne w prawie krajowym poszczególnych państw. Drugim celem było zapewnienie minimalnego, ale w miarę możliwości jednolitego standardu ochrony akcjonariuszy w sytuacji, gdy została im złożona

stosowany będzie skrót XIII Dyrektywa UE. Szerzej problematyka regulacji zawartych w XIII Dyrektywie UE przedstawiona została w: J. Napierała, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2006, s. 209 i n.; M. Mataczyński, *Swoboda przepływu kapitału a złote akcje Skarbu Państwa*, Warszawa 2007, s. 256-300; A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 483-521; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 308-312; idem, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim*, PS 2006, nr 5, 6; idem, *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, Przegląd Legislacyjny 2005, nr 2-3, s. 43 i n.; M. Bobrzyński, K. Oplustil, *Europejskie prawo przejęć spółek publicznych. Trzynasta Dyrektywa UE z zakresu prawa spółek i jej implikacje dla prawa polskiego*, SP 2004, nr 1, s. 50; A. Sobol, *Wrogie przejęcie w świetle postanowień XIII Dyrektywy w sprawie publicznych ofert nabycia akcji*, MoP 2005, nr 7; B. Garlacz, *Wrogie przejęcie w świetle nowych regulacji prawa polskiego i XIII Dyrektywy WE – analiza porównawcza*, MoP 2006, nr 22; C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa 2003, s. 58 i n.

⁴ W opinii ówczesnego komisarza ds. rynku wewnętrznego dyrektywa ta: „nie jest warta nawet papieru, na którym została napisana”, cyt. za: V. Edwards, *The Directive on Takeovers Bids-not worth the paper it's written on*, European Company and Financial Law Review, vol. 1, nr 4/2004, s. 417.

publiczna oferta zbycia lub wymiany akcji. Realizację tych celów uznano za jeden z podstawowych warunków powstania silnego europejskiego rynku kapitałowego, który ułatwiłby korporacjom europejskim konsolidację, a tym samym zwiększył ich konkurencyjność w stosunku do spółek spoza UE⁵. XIII Dyrektywa UE dotyczy wyłącznie spółek, których wszystkie lub niektóre z ich papierów wartościowych są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w rozumieniu dyrektywy 93/22/EWG⁶, w jednym lub większej liczbie państw członkowskich⁷.

3. Zasada neutralności członków władz publicznej spółki akcyjnej na gruncie XIII Dyrektywy UE (art. 9)

Ograniczenie możliwości podejmowania środków obrony przez spółki publiczne na gruncie XIII Dyrektywy UE opiera się na dwóch podstawowych zasadach będących fundamentami regulacji harmonizującej rynek przejęć w UE. Po pierwsze, decyzja o ewentualnej obronie spółki powinna należeć do akcjonariuszy spółki, a nie jej funkcjonariuszy. Po drugie, w przypadku tych decyzji musi zostać zachowana zasada proporcji między zaangażowaniem kapitałowym, a wpływem na sprawy spółki. Realizację pierwszego postulatu ma zapewnić tzw. zasada neutralności (art. 9), drugiego natomiast tzw. zasada przełamania (art. 11). Bezpośredni wpływ na sposób implementacji tych zasad,

⁵ Szerzej na temat celów XIII Dyrektywy UE zob.: J. Napierała, *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 210; A. Opalski, *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 486-490; M. Mataczyński, *Swoboda...*, *op. cit.*, s. 256; K. Oplustil, *Instrumenty...*, *op. cit.*, s. 309.

⁶ Dyrektywa Rady z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz. Urz. z 11.06.1993, L 141, s. 23), zmieniona w 2003 r. dyrektywą 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz. Urz. z 11.02.2003, L 35, s. 1).

⁷ Zgodnie z art. 1, ust. 1 XIII Dyrektywa UE wyłącza spod zakresu stosowania również oferty przejęcia dotyczące papierów wartościowych banków centralnych oraz papierów wartościowych wyemitowanych przez spółki, których celem jest zbiorowe inwestowanie kapitału pozyskiwanego publicznie, w których jednostki uczestnictwa, na żądanie ich posiadaczy, są odkupowane lub umarzane, bezpośrednio lub pośrednio z aktywów spółki.

a tym samym na realizację celu XIII Dyrektywy UE, ma tzw. zasada wzajemności (art. 12)⁸.

XIII Dyrektywa UE wprowadziła – w przypadku ogłoszenia oferty przejęcia spółki⁹ – generalną zasadę neutralności zarządu i rady nadzorczej (lub *board of directors*¹⁰). Zasada neutralności stanowi, iż w okresie przynajmniej¹¹ od momentu, gdy zarząd spółki-celu¹² poweźmie informację o wezwaniu, aż do momentu, gdy wynik wezwania zostanie podany do wiadomości lub wygaśnie, zarząd przed podjęciem jakichkolwiek działań w celu stworzenia trwałej przeszkody w uzyskaniu kontroli nad spółką przez oferenta, musi uzyskać zgodę walnego zgromadzenia (art. 9, ust. 1). Zgodnie z art. 9, ust. 6 do celów powyższej normy tam, gdzie spółka ma dwustopniową strukturę zarządzania, określenie „zarząd” oznacza zarówno zarząd, jak i radę nadzorczą spółki. Tym samym zasada neutralności obowiązuje nie tylko członków zarządu, ale i członków rady nadzorczej. Od ogólnej zasady obowiązku uzyskania zgody walnego zgromadzenia dyrektywa przewiduje dwa wyjątki. Pierwszy zezwala władzom spółki przejmowanej podejmowanie działań w celu poszukiwania kontroferenta

⁸ Bezpośrednio z zasadą neutralności i zasadą przełamania związana jest zasada wzajemności (ang. *reciprocity rule*). Zgodnie z tą zasadą państwa członkowskie mogą zezwolić spółkom na niestosowanie zasady neutralności i/lub przełamania w sytuacji, gdy spółki te staną się celem przejęcia przez spółkę, która nie stosuje zasady neutralności, albo jest kontrolowana przez taką spółkę (art. 12, ust. 3). W takim przypadku podjęcie określonych środków obrony wymaga zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki będącej przedmiotem oferty, przy czym zgoda ta nie może być wydana wcześniej niż 18 miesięcy przed podaniem oferty do publicznej wiadomości (art. 12, ust. 5). Wyznaczenie tego terminu ma chronić przed prewencyjnym zabezpieczeniem spółki w formie blankietowo udzielonej zgody na podejmowanie środków obrony przez aktualnych akcjonariuszy spółki. Zasada wzajemności istotnie osłabia reżim zasady neutralności i przełamania i określana jest w literaturze przedmiotu, jako tzw. mała opcja wyjścia.

⁹ Zob. A. Opalski, *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 503 i n.; M. Mataczyński, *Swoboda...*, *op. cit.*, s. 277-278; K. Oplustil, *Instrumenty...*, *op. cit.*, s. 312-315; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej, Komentarz*, Warszawa 2009, s. 459.

¹⁰ W cel uproszczenia, w dalszej części pracy, w przypadku systemów monitoringowych dla określenia organu zarządzającego-kontrolnego spółki akcyjnej stosowane będzie uniwersalne wyrażenie „*board of directors*”.

¹¹ Państwa członkowskie mogą wymagać, aby momentem była chwila, gdy zarząd dowie się o planowanym wezwaniu (art. 9, akapit 2, zd. 2).

¹² W spółkach, gdzie istnieją dwustopniowe struktury władzy, przez „zarząd” należy rozumieć też radę nadzorczą (art. 9, ust. 6). W przypadku art. 9 (zasada neutralności) uwaga ta dotyczy tylko kwestii podejmowania działań obronnych.

(art. 9, ust. 2). Takie działania leżą w interesie akcjonariuszy, zazwyczaj bowiem oferta konkurencyjna prowadzi do podwyższenia proponowanej w wezwaniu ceny. Drugi wyjątek dotyczy decyzji podjętych przed ogłoszeniem wezwania. Władze spółki nie muszą uzyskiwać zgody na realizację już podjętych decyzji, nawet jeżeli mogą one wpływać na udaremnienie oferty, o ile tylko decyzje te nie wykraczają poza zakres zwykłego zarządu sprawami spółki (art. 9, ust. 3). Wyjątek ten ma na celu umożliwienie wykonywania zarządowi i radzie nadzorczej spółki swoich statutowych zadań w okresie trwania wezwania¹³. Inne wcześniej podjęte, a niezrealizowane decyzje, mogące udaremnąć ofertę przejęcia, wymagają zatwierdzenia walnego zgromadzenia.

Obowiązkiem zarządu spółki w okresie trwania wezwania jest sporządzenie i opublikowanie pisemnej i uzasadnionej opinii o ofercie wraz z oceną wpływu dojścia oferty do skutku na interesy spółki, a w szczególności na zatrudnienie i lokalizację miejsc pracy. Poza podaniem do wiadomości publicznej, stanowisko swoje zarząd przedstawia przedstawicielom pracowników lub samym pracownikom (art. 9, ust. 5). Tym samym, zarząd ma nie tylko możliwość, ale i ustawowy obowiązek przedstawienia publicznie swojej opinii co do wpływu ewentualnego przejęcia kontroli nad spółką na jej interesy, a tym samym pośrednio na interesy akcjonariuszy i interesariuszy spółki, ze szczególnym uwzględnieniem jej pracowników.

Gdyby zasada neutralności miała charakter bezwzględnie obowiązujący, można byłoby uznać, iż XIII Dyrektywa UE realizuje założony cel harmonizacji i minimalnej ochrony akcjonariuszy. Jej implementacja we wszystkich państwach członkowskich prowadziła do powstania jednolitych zasad działania władz spółki w okresie wezwań, co wpływałoby stymulująco na rozwój rynków kapitałowych i mogłoby stanowić istotny impuls w transgranicznych przejęciach spółek. Niestety, w wyniku kompromisu do Dyrektywy wprowadzono art. 12 stanowiący w istocie zaprzeczenie tej idei. Zgodnie z treścią tego artykułu, państwa członkowskie mają prawo do samodzielnej decyzji czy zasada neutralności znajdzie zastosowanie w stosunku do spółek podlegających ich prawu (tzw. duża opcja wyjścia). Jeżeli państwo członkowskie zdecyduje się skorzystać z tej opcji, to jedynym jego obowiązkiem, w odniesieniu do tej zasady, jest przyznanie spółkom możliwości dobrowolnej adaptacji tych zasad w statucie.

¹³ K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. I), *op. cit.*, s. 15.

Zdecydować o tym ma uchwała walnego zgromadzenia w trybie zmiany statutu¹⁴.

4. Sposób implementacji zasady neutralności w poszczególnych krajach członkowskich UE

XIII Dyrektywa UE powinna być implementowana do krajowych systemów prawnych do 20 maja 2006 r. Kontrowersje jakie ujawniły się w procedurze przyjęcia XIII Dyrektywy UE przez Parlament Europejski oraz konieczne polityczne kompromisy wskazywały, iż jej implementacja do systemów prawnych krajów członkowskich również napotka na znaczne trudności. W szczególności tzw. mała i duża opcja wyjścia w stosunku do zasady neutralności i zasady przełamania dawały podstawy do przewidywania istotnych różnic w sposobie implementowania XIII Dyrektywy UE. Podkreślić należy wyraźnie, iż weryfikacja hipotezy badawczej, sformułowanej we wstępie niniejszego opracowania, nie wymaga przeprowadzenia pogłębionej analizy prawno-porównawczej sposobu implementacji XIII Dyrektywy UE do krajowych systemów prawnych, a jedynie porównanie sposobu implementacji zasady neutralności w poszczególnych krajach UE. Tak określona formuła weryfikacji wymaga przyjęcia kilku założeń, które umożliwią syntetyczną prezentację wyników porównania. Po pierwsze, ramy tego opracowania nie pozwalają na szczegółową prezentację sposobu implementacji ww. zasady w poszczególnych krajach członkowskich UE, a jedynie wskazanie na najistotniejsze elementy jej implementacji¹⁵. Założenie to dotyczy również implementacji do polskiego systemu prawnego. Po drugie, pominięte zostały różnice w strukturze i organizacji modeli monistycznych zarządzania spółką akcyjną w poszczególnych państwach członkowskich. Przyjęto jednakowe dla wszystkich tych państw UE określenie dla organu zarządzająco-nadzorującego spółki (*board of directors*) – bez względu, jak fak-

¹⁴ Art. 12, ust. 2 XIII Dyrektywy UE; informacja o uchwale powinna zostać przekazana do organów nadzoru nad rynkiem kapitałowym w państwie, w którym spółka ma siedzibę i w państwie, w którym papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

¹⁵ Szczegółowe wyniki analizy stanowią fragment badań realizowanych w ramach rozprawy doktorskiej autora pt. *Zasady wykonywania mandatu członka rady nadzorczej w warunkach wrogiego przejęcia spółki akcyjnej* i zostały zamieszczone na www.cs-lex.pl (29.05.2012 r.)

tycznie określa się ten organ w akcie prawnym implementującym XIII Dyrektywę UE. Jeżeli w danym państwie członkowskim UE możliwe jest stosowanie monistycznego lub dualistycznego systemu zarządzania publiczną spółką akcyjną, przyjmuje się wersję z modelem dualistycznym, bez względu na popularność takiego rozwiązania w danym kraju. Po trzecie, źródło informacji dotyczących sposobów implementacji ww. zasad stanowiły oficjalne raporty Komisji Europejskiej¹⁶ oraz analizy sporządzane przez niezależne instytucje i organizacje¹⁷. Nie poddano analizie istniejących wcześniej (przed implementacją) w krajowych systemach prawnych krajów członkowskich regulacji dotyczących ograniczenia możliwości podejmowania przez funkcjonariuszy spółki działań nastawionych na utrudnianie lub uniemożliwienie wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji, poprzestając jedynie na sygnalizacji istnienia tego typu norm prawnych.

4.1. Austria (Republika Austrii)

Zasada neutralności funkcjonariuszy spółki akcyjnej, posiadającej siedzibę statutową w Republice Austrii, została wprowadzona do krajowego systemu prawnego w formie normy prawnej bezwzględnie obowiązującej. Zarówno zarząd, jak i rada nadzorcza spółki nie mogą podejmować żadnych działań, które pozbawiałyby akcjonariuszy możliwości podjęcia swobodnej decyzji oraz w zakresie warunków ogłoszonej oferty wezwania. W okresie od momentu, gdy zarząd lub rada nadzorcza spółki będącej przedmiotem oferty otrzyma informacje o planowanym wezwaniu, aż do publikacji wyników, do podjęcia jakichkolwiek działań w celu udaremnienia oferty wymagana jest zgoda walnego zgromadzenia. W tym okresie jedynym dopuszczalnym działaniem zarządu i/lub rady nadzorczej bez uprzedniej zgody walnego zgromadzenia, a które mogą wpłynąć na

¹⁶ Zob.: *Commission Staff Working Document. Rapport on implementation of the Directive on Takeover Bids*, Commission of The European Communities, Brussels, 21.02.2007, SEC (2007) 268, (www.ec.europa.eu, 23.10.2011 r.).

¹⁷ *Common Legal Framework for Takeover Bids in Europe*, Cambridge Books Online, (www.ebook.cambridge.org, 23.10.2011 r.); *Country Report: Transposition Takeover Directive*, (www.seeuropa-network.org, 23.10.2011 r.); *Comparative Analysis of European Legislations dealing with Takeover bid: implementation of Directive 2004/25/EC*, Financial Markets Publications Aligning Corporates and Investors (www.studiolt.it, 23.10.2011 r.); *CMS Guide to Mandatory Offers and Squeeze-Outs*, (www.cmslegal.com, 23.10.2011 r.).

wynik wezwania, jest poszukiwanie oferty konkurencyjnej. Również decyzje podjęte przez zarząd i/lub radę nadzorczą spółki przed opublikowaniem oferty, które nie zostały jeszcze częściowo lub w całości wykonane, a które mogą udaremnić wezwanie, wymagają zatwierdzenia przez walne zgromadzenie (o ile stanowią działania wykraczające poza tzw. normalny tok działalności spółki). Zarząd spółki przejmowanej jest zobowiązany niezwłocznie poinformować radę pracowniczą o planowanym wezwaniu oraz przekazać jej dokumenty ofertowe, informując o możliwości przygotowania opinii niezależnej od opinii zarządu i rady nadzorczej. Ustawa wymaga sporządzenia opinii dotyczącej warunków wezwania nie tylko przez zarząd i radę nadzorczą, ale także przez niezależnego eksperta. W Austrii nie wprowadzono do systemu prawnego zasady wzajemności. W stosunku do zasady przełamania ustawodawca austriacki zdecydował się na skorzystanie z opcji wyjścia.

4.2. Belgia (Królestwo Belgii)

Ustawodawca belgijski nie zdecydował się na implementację zasady neutralności *board of directors* w okresie wezwania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym niemniej, statut spółki, która ma siedzibę w Belgii i której akcje uprawniające do głosu na walnym zgromadzeniu zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, może stanowić, iż w czasie trwania wezwania *board of directors* spółki dla podjęcia działań w celu utrudnienia oferty musi uzyskać zgodę walnego zgromadzenia. Podobnie decyzje *board of directors* podjęte przed ogłoszeniem wezwania, które nie zostały jeszcze częściowo lub w całości wykonane, a które mogą udaremnić wezwanie, wymagają potwierdzenia ze strony walnego zgromadzenia, chyba że są to czynności nie wykraczające poza normalny tok działalności spółki. W celu uzyskania zgody akcjonariuszy walne zgromadzenie może być zwołane w trybie przyspieszonym, pod warunkiem jednak, że zgromadzenie akcjonariuszy nie odbędzie się wcześniej niż dwa tygodnie od daty jego zwołania. O podjęciu uchwał zezwalających lub potwierdzających podjęcie środków obrony przed wrogim przejęciem należy powiadomić organ nadzorujący przejęcia w Austrii oraz organy nadzorujące pozostałych państw członkowskich UE, w których akcje spółki są notowane na rynku regulowanym. *Board of directors* spółki przejmowanej zobowiązana jest przygotować opinię stanowiącą rekomendację dla akcjonariuszy. Podstawę do sformułowania opinii stanowią przede wszystkim informacje za-

warte w dokumentach ofertowych. Opinia (memorandum) powinna zawierać co najmniej: ogólne uwagi dotyczące warunków oferty, informacje dotyczące statutowych postanowień, które mogą być wykorzystane do utrudnienia przejęcia kontroli nad spółką, rekomendacje dotyczące oferty wraz z uzasadnieniem. *Board of directors* zobowiązana jest niezwłocznie poinformować o ogłoszonym wezwaniu radę pracowniczą lub bezpośrednio pracowników. Ustawodawca belgijski nie zdecydował się implementować zasady przełamania jako normy prawnej bezwzględnie obowiązującej. Implementowano natomiast zasadę wzajemności.

4.3. Bułgaria (Republika Bułgarii)

Ustawodawca bułgarski implementował zasadę neutralności jako bezwzględnie obowiązującą normę prawną. Tym samym zarząd i rada nadzorcza spółki (*board of directors*) od momentu ogłoszenia oferty do chwili ogłoszenia jej wyników nie mogą podejmować bez zgody walnego zgromadzenia żadnych działań w celu udaremnienia oferty. W szczególności bez takiej zgody nie mogą być podejmowane czynności prawne i faktyczne zwiększające koszty przejęcia lub zmniejszające w sposób istotny wartość aktywów przejmowanej spółki. Ustawodawca bułgarski uznał, iż członkowie zarządu i rady nadzorczej (członkowie *board of directors*) spółki w okresie wezwania znajdują się lub mogą znajdować się w sytuacji istotnego konfliktu interesów. Tym samym ich aktywność w okresie wezwania powinna ograniczyć się do poszukiwania ewentualnego kontroferenta, sporządzenia opinii dotyczącej warunków oferty oraz informowania pracowników spółki. Decyzje w kwestii podejmowania środków obrony należeć powinny do akcjonariuszy spółki. Ustawodawca bułgarski skorzystał z tzw. małej opcji wyjścia, wprowadzając zasadę wzajemności, osłabiając skuteczność zasady neutralności. W Bułgarii nie implementowano zasady przełamania jako normy prawnej bezwzględnie obowiązującej, uznając, że takie rozwiązanie zbyt radykalnie ingerowałoby w istniejące prawo spółek.

4.4. Cypr (Republika Cypryjska)

Ustawodawca cypryjski implementował zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. *Board of directors* spółki cypryjskiej w okresie wezwania powinna ograniczyć się do sporządzenia opinii i rekomen-

dacji dla akcjonariuszy spółki i jej pracowników oraz do poszukiwania ewentualnego kontroferenta. Pozostałe czynności faktyczne i prawne podejmowane przez *board of directors*, a które mogą wpłynąć na wynik wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji, wymagają zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Ustawodawca cypryjski nie implementował zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Implementował natomiast zasadę wzajemności.

4.5. Czechy (Republika Czeska)

Ustawodawca czeski zdecydował się na implementację zasady neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym, zarówno zarząd, jak i rada nadzorcza spółki nie mogą, bez zgody walnego zgromadzenia, podejmować działań w celu udaremnienia oferty wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. Bez takiej zgody funkcjonariusze spółki mogą – a nawet powinni – poszukiwać kontroferenta. Na zarządzie i radzie nadzorczej spółki przejmowanej ciąży obowiązek sporządzenia stosownej opinii o warunkach oferty, stanowiącej rekomendację dla akcjonariuszy spółki. W szczególności opinia powinna zawierać informację o wpływie ewentualnego przejęcia kontroli nad spółką przez podmiot wzywający na interesy spółki i pracowników. W Czechach nie zdecydowano się implementować zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. W Czechach ustawodawca nie implementował zasady wzajemności. Takie rozwiązanie istotnie wzmacnia zasadę neutralności zarządu i rady nadzorczej.

4.6. Dania (Królestwo Danii)

Ustawodawca duński nie zdecydował się na implementację zasady neutralności w formie normy prawnej o charakterze bezwzględnie obowiązującym. Bez względu czy *board of directors* zamierza podjąć działania obronne, czy też nie, ciążą na niej określone obowiązki związane z ogłoszoną ofertą. Przede wszystkim, po ogłoszeniu oferty *board of directors* spółki będącej celem przejęcia musi poinformować o tym fakcie radę pracowniczą lub bezpośrednio pracowników. *Board of directors* zobowiązana jest przygotować i podać do publicznej informacji dokument zawierający opinię dotyczącą warunków oferty. Opinia powinna być uzasadniona i wskazane powinny być podstawy, w oparciu o które

została ona sformułowana. Merytorycznie opinia powinna odnosić się do wpływu ewentualnego przejścia na interesy spółki, a w szczególności na poziom zatrudnienia. Treść opinii powinna również odnieść się do planów strategicznych podmiotu przejmującego względem spółki i ich prawdopodobnych reperkusji w odniesieniu do zatrudnienia i miejsc lokalizacji działalności spółki. Swoją opinię *board of directors* przekazuje bez zbędnej zwłoki także przedstawicielom pracowników lub bezpośrednio pracownikom. Opinia powinna zostać opublikowana nie później niż w połowie okresu trwania wezwania. Jeżeli rada pracownicza (lub pracownicy) sporządziła własną opinię dotyczącą wezwania, przekazuje ją zarządowi spółki, który zobowiązany jest do jej opublikowania. Dania nie implementowała zasady przełamania, jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Ustawodawca duński implementował do swojego systemu prawnego zasadę wzajemności.

4.7. Estonia (Republika Estonii)

Ustawodawca w Estonii zdecydował się na implementację zasady neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym zarząd i rada nadzorcza spółki decyzje w sprawie podjęcia środków obrony pozostawia walnemu zgromadzeniu. Przede wszystkim, członkowie zarządu i rady nadzorczej muszą działać w interesie spółki i nie mogą utrudniać akcjonariuszom podjęcia rozważnej decyzji w sprawie ewentualnego zbycia lub zamiany swoich akcji w odpowiedzi na wezwanie. W czasie trwania wezwania bez zgody walnego zgromadzenia nie mogą dokonywać czynności prawnych i/lub faktycznych, które mogą istotnie wpływać na wartość aktywów lub zobowiązań spółki. Zarząd spółki i rada nadzorcza nie mogą podejmować również żadnych czynności, które w sposób nienaturalny wpływać mogłyby na notowania papierów wartościowych spółki przejmowanej. Zarząd spółki przejmowanej jest zobowiązany do powiadomienia o ofercie radę pracowniczą lub bezpośrednio pracowników. Zarząd i rada nadzorcza powinni sporządzić opinię dotyczącą warunków oferty i jej wpływu na interesy spółki, zatrudnienie oraz miejsce działalności spółki. Ustawodawca estoński zdecydował się również na implementowanie zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Jednocześnie nie implementowano zasady wzajemności. Tym samym ustawodawca estoński zdecydował się na stworzenie otwartego rynku przejść

zgodnie z duchem XIII Dyrektywy UE i zgodnie z traktatową zasadą swobody przepływu kapitału.

4.8. Finlandia (Republika Finlandii)

Finlandia implementowała zasadę neutralności jako bezwzględnie obowiązującą normę prawną. Tym samym, w okresie od daty, gdy zarząd i/lub rada nadzorcza (lub *board of directors*) uzyska informację o planowanej ofercie przejęcia, do momentu, gdy wynik wezwania zostanie podany do publicznej informacji, organy te bez zgody walnego zgromadzenia nie mogą podejmować żadnych działań mogących skutkować udaremnieniem oferty. Zarząd i/lub rada nadzorcza spółki przejmowanej (lub *board of directors*) może bez zgody walnego zgromadzenia podjąć działania w celu znalezienia oferty konkurencyjnej. Podstawowym obowiązkiem zarządu (lub *board of directors*) spółki przejmowanej jest przygotowanie opinii dotyczącej ogłoszonej oferty przejęcia. Opinia powinna przede wszystkim zawierać dobrze umotywowane informacje na temat warunków oferty na interesy spółki jej akcjonariuszy oraz pracowników. Punktem odniesienia dla opinii powinny być plany strategiczne podmiotu przejmującego względem przejmowanej spółki. Opinia powinna być opublikowana i dodatkowo przekazana radzie pracowniczej lub pracownikom, jeżeli w spółce przejmowanej takiej rady nie ma. Opinia powinna być również przekazana podmiotowi przejmującemu oraz organowi nadzorującemu przejęcia. Niezależnie od opinii przygotowanej przez zarząd spółki (lub *board of directors*), niezależną opinię może przygotować i opublikować rada pracownicza (pracownicy). Opinia ta powinna być także przekazana do organu nadzorującego przejęcia. Rada nadzorcza nie jest *expressis verbis* zobowiązana do sporządzenia swojej niezależnej opinii. Finlandia nie wprowadziła do prawnych regulacji dotyczących ofert przejęć zasady wzajemności. Finlandia nie implementowała zasady przełamania, jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej.

4.9. Francja (Republika Francji)

Francja implementowała zasadę neutralności jako bezwzględnie obowiązującą normę prawną. W okresie wezwania zarząd i rada nadzorcza (*board of directors*) spółki powinny uzyskać zgodę walnego zgromadzenia dla wszelkich, poza poszukiwaniem kontroferenta, działań mogących udaremnąć ofertę przeję-

cia. Wszystkie decyzje podjęte przed ogłoszeniem wezwania, które nie zostały jeszcze wykonane w całości lub częściowo, a które wykraczają poza czynności zwykłego zarządu, muszą być ratyfikowane lub zatwierdzone przez walne zgromadzenie¹⁸. W okresie wezwania na zarządzie spółki przejmowanej ciąży przede wszystkim obowiązki informacyjno-rekomendacyjne. Zarząd spółki przejmowanej zobowiązany jest do przygotowania i opublikowania umotywowanej opinii dotyczącej oferty wezwania. Opinia w szczególności powinna wskazywać ewentualne korzyści i straty związane z ogłoszoną ofertą dla spółki oraz jej akcjonariuszy i pracowników. Opinia powinna być przekazana do organu nadzorującego rynek przejęć, podmiotu przejmującego oraz opublikowana w prasie. Przy sporządzaniu opinii zarząd powinien kierować się lojalnością wobec spółki i należytą starannością. Francja nie implementowała w całości zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Francja implementowała zasadę wzajemności w stosunku do zasady neutralności.

4.10. Grecja (Republika Grecji)

Ustawodawca w Grecji zdecydował się na implementację zasady neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Poza poszukiwaniem alternatywnej kontroferty, *board of directors* nie może w okresie wezwania, bez zgody walnego zgromadzenia, podejmować jakichkolwiek działań mogących udaremnić ogłoszone wezwanie. Zgoda walnego zgromadzenia jest też wymagana do realizacji działań, które mogą wpłynąć na wynik wezwania, a które zostały podjęte na podstawie wcześniejszych decyzji *board of directors* i nie zostały ukończone (o ile stanowią czynności przekraczające zwykły zarząd). W związku z ogłoszonym wezwaniem *board of directors* zobowiązana jest do podjęcia ustawowo wskazanych działań o charakterze informacyjno-rekomendacyjnym. Przede wszystkim musi powiadomić o ofercie radę pracowniczą lub bezpośrednio pracowników spółki oraz sporządzić i upublicznić swoją

¹⁸ Należy jednak zauważyć, że francuski ustawodawca z jednej strony implementował zasadę neutralności, z drugiej strony jednak wprowadził nowy środek obrony określany w doktrynie jako *poison pill warrants* (art. L. 233-32, *part II* i art. 225-98 *Commercial Code*). Zgodnie z nową regulacją nadzwyczajne zgromadzenie akcjonariuszy może w okresie wezwania podjąć uchwałę o emisji darmowych warrantów uprawniających aktualnych akcjonariuszy do nabycia akcji na preferowanych warunkach. Na tym samym zgromadzeniu akcjonariusze mogą delegować kompetencję na zarząd i/lub radę nadzorczą do określenia wielkości tej emisji.

opinię dotyczącą warunków oferty. Opinia powinna przynajmniej zawierać informację o: liczbie akcji spółki przejmowanej znajdujących się bezpośrednio lub pośrednio w posiadaniu dyrektorów i innych menedżerów, ewentualnych umowach między *board of directors* (bądź samymi dyrektorami) a podmiotem przejmującym, wpływie przejęcia kontroli na interesy spółki i jej pracowników, oraz wpływu strategicznych planów podmiotu przejmującego względem spółki przejmowanej ze szczególnym uwzględnieniem na przyszłe zatrudnienie i lokalizację działalności, podjętych lub planowanych działaniach *board of directors* w związku z ogłoszonym wezwaniem. Powyższa opinia powinna być potwierdzona przez niezależnego doradcę oraz publicznie przedstawiona przez *board of directors* najpóźniej w ciągu 10 dni od opublikowania dokumentów oferty wezwania. Dodatkowo powinna być przedstawiona radzie pracowników lub bezpośrednio pracownikom. Grecja nie implementowała zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Implementowała natomiast do swojego systemu prawnego zasadę wzajemności.

4.11. Hiszpania (Królestwo Hiszpanii)

Ustawodawca hiszpański zdecydował się implementować zasadę neutralności *board of directors* spółki w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Do dnia opublikowania decyzji o ogłoszeniu wezwania do opublikowania wyników oferty, *board of directors* oraz osoby, które mogą reprezentować spółkę, muszą uzyskać zgodę walnego zgromadzenia przed podjęciem jakichkolwiek działań mających na celu udaremnienie oferty. W szczególności dotyczy to: nowej emisji akcji, transakcji zbycia lub dzierżawy istotnych z punktu widzenia podmiotu przejmującego składników aktywów spółki, wypłacania nadzwyczajnej dywidendy niezgodnej z dotychczasową polityką dywidendową spółki. Zgody walnego zgromadzenia wymagają również działania podjęte w wyniku wcześniejszych decyzji *board of directors*, które nie zostały jeszcze rozpoczęte lub ukończone, a które nie stanowią elementów tzw. normalnego toku działalności spółki i mogą wpłynąć na wynik wezwania. Nie wymagają natomiast uprzedniej zgody tylko działania podejmowane w celu znalezienia korzystniejszej oferty. *Board of directors* powinna przygotować raport dotyczący warunków oferty przejęcia. Raport powinien określić oficjalny stosunek spółki do ogłoszonej oferty przejęcia. Poza opinią i rekomendacjami dokument powinien również informować o wszelkich ewentualnych porozumieniach i umo-

wach między spółką przejmowaną a podmiotem przejmującym, pomiędzy dyrektorami i akcjonariuszami spółek będących stronami wezwania itp. *Board of directors* powinna zamieścić też w raporcie informację o znanych jej intencjach akcjonariuszy w kontekście ogłoszonego wezwania. W raporcie powinna znaleźć się również opinia dotycząca wpływu strategicznych planów podmiotu wzywającego na interesy nie tylko spółki, ale także innych podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki, a w szczególności pracowników i społeczności lokalnych. *Board of directors* spółki przejmowanej powinna bez zbędnej zwłoki poinformować o ofercie przejęcia radę pracowniczą lub, jeżeli takiej nie ma, to bezpośrednio pracowników. Hiszpania nie implementowała zasady przełamania. Ustawodawca hiszpański zdecydował się natomiast na implementację zasady wzajemności.

4.12. Holandia (Królestwo Niderlandów)

Holandia nie implementowała zasady neutralności jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym członkowie zarządu i rady nadzorczej (lub *board of directors*) holenderskich spółek mogą decydować o podejmowaniu reaktywnych środków obrony bez zgody walnego zgromadzenia. Zarząd spółki-celu (lub *board of directors*) zobowiązany jest jednak do zwołania walnego zgromadzenia akcjonariuszy przynajmniej na 6 dni roboczych przed zakończeniem oferty. Podczas walnego zgromadzenia członkowie zarządu i rady nadzorczej spółki (lub *board of directors*) zobowiązani są przedstawić swoje stanowisko w kwestii opublikowanej oferty przejęcia spółki. Oficjalne stanowisko zarządu (lub *board of directors*) powinno być opublikowane przynajmniej na 4 dni przed datą obrad walnego zgromadzenia. Ustawodawca holenderski nie zdecydował się również na implementację zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Do systemu prawnego wprowadzono natomiast zasadę wzajemności.

4.13. Irlandia (Republika Irlandii)

Irlandia implementowała zasadę neutralności jako bezwzględnie obowiązującą normę prawną. Faktem jest, że w Irlandii, podobnie jak w Wielkiej Brytanii, zasada neutralności członków *board of directors* w okresie wezwania była podstawową zasadą i obowiązującym standardem zachowania – decyzje o podjęciu

środków obrony zawsze podejmowali akcjonariusze na walnym zgromadzeniu. Tym samym, implementacja XIII Dyrektywy UE nie wprowadziła w tym zakresie istotnych zmian. *Board of directors* powinna zapewnić akcjonariuszom wszelkie możliwe informacje dotyczące warunków wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. Dodatkowo *board of directors* spółki przejmowanej powinna udzielić rekomendacji swoim akcjonariuszom, umożliwiając im podjęcie swobodnej i uzasadnionej decyzji w odpowiednim czasie. Rekomendacja powinna być przekazana do publicznej wiadomości i jej treść powinna zawierać przynajmniej: opinię o warunkach oferty, opinię dotyczącą warunków oferty przygotowaną przez niezależnego doradcę wraz z uzasadnieniem, opinię dotyczącą wpływu oferty na interesy spółki i zatrudnionych pracowników wraz z uzasadnieniem, opinię dotyczącą wpływu strategicznych planów podmiotu przejmującego względem spółki przejmowanej na jej stan zatrudnienia i lokalizację działalności, merytoryczne podstawy, jakimi kierowali się członkowie *board of directors*, formułując swoje opinie dotyczące oferty. Zarówno oferta wezwania, jak i opinia *board of directors* spółki przejmowanej powinny być przedłożone radzie pracowniczej lub bezpośrednio pracownikom. *Board of directors* powinna zwołać walne zgromadzenie, tak by akcjonariusze mogli zapoznać się z opinią członków *board of directors* i podjąć ewentualne decyzje o zastosowaniu środków obrony. W Irlandii nie implementowano zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Ustawodawca irlandzki nie implementował zasady wzajemności, wzmacniając tym samym zasadę neutralności *board of directors* spółki przejmowanej.

4.14. Litwa (Republika Litewska)

Ustawodawca litewski implementował zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym zarząd i rada nadzorcza spółki przejmowanej nie mogą, bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy, podejmować w okresie wezwania żadnych działań w celu udaremnienia oferty. Członkowie zarządu i rady nadzorczej spółki powinni zachować postawę neutralną i ograniczyć się do wykonania obowiązków informacyjno-rekomendacyjnych oraz do poszukiwania ewentualnego kontroferenta. Ustawodawca litewski nie implementował zasady wzajemności, wzmacniając tym samym zasadę neutralności. Ustawodawca litewski zdecydował się implementować zasadę przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej.

Tym samym ustawodawca litewski zdecydował się na stworzenie otwartego rynku przejęć zgodnie z duchem XIII Dyrektywy UE i zgodnie z traktatową zasadą swobody przepływu kapitału.

4.15. Luksemburg (Królestwo Luksemburga)

W Luksemburgu nie implementowano zasady neutralności jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. *Board of directors* spółki przejmowanej zobowiązana jest w okresie wezwania do określonych działań o charakterze informacyjnym. Przede wszystkim, po opublikowaniu dokumentu ofertowego, *board of directors* informuje o wezwaniu radę pracowniczą lub bezpośrednio pracowników. Członkowie *board of directors* zobowiązani są również przygotować opinię dotyczącą oferty przejęcia. Opinia powinna zawierać stanowisko w kwestii wpływu oferty na interes spółki oraz wpływu strategii podmiotu przejmującego na stan zatrudnienia. *Board of directors* zobowiązana jest również przedstawić pracownikom spółki opinię dotyczącą warunków oferty ze szczególnym uwzględnieniem wpływu na stan zatrudnienia. Przed opublikowaniem opinii *board of directors* powinna przeprowadzić konsultacje z radą pracowniczą lub, gdy takiej nie ma w spółce, bezpośrednio z pracownikami. Przedstawiciele pracowników mogą przedstawić własne stanowisko, które powinno być dołączone do publikowanej, oficjalnej opinii spółki przejmowanej. Luksemburg nie implementował zasady przełamania jako normy bezwzględnie obowiązującej. Do systemu prawnego Luksemburga wprowadzona została natomiast zasada wzajemności.

4.16. Łotwa (Republika Łotewska)

Ustawodawca łotewski implementował zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym, w okresie trwania wezwania zarząd i rada nadzorcza spółki przejmowanej bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy nie mogą podejmować żadnych czynności faktycznych i prawnych w celu udaremnienia oferty. Członkowie zarządu i rady nadzorczej spółki powinni zachować postawę neutralną i ograniczyć się do wykonania obowiązków informacyjno-rekomendacyjnych oraz do poszukiwania ewentualnego kontroferenta. Zarząd i rada nadzorcza spółki zobowiązane są przedstawić swoją opinię o warunkach oferty oraz o wpływie ewentualnego przejęcia kon-

troli na interesy spółki i pracowników. Zasada neutralności została wzmocniona decyzją o nieimplementowaniu do łotewskiego systemu prawnego zasady wzajemności. Ustawodawca łotewski zdecydował się również implementować zasadę przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym, ustawodawca łotewski zdecydował się na stworzenie otwartego rynku przejęć zgodnie z duchem XIII Dyrektywy UE i zgodnie z traktatową zasadą swobody przepływu kapitału.

4.17. Malta (Republika Malty)

Ustawodawca zdecydował się na implementację zasady neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym, w okresie trwania wezwania, *board of directors* spółki przejmowanej bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy nie może podejmować żadnych działań w celu udaremnienia oferty. *Board of directors* powinna zachować postawę neutralną i ograniczyć się do wykonania obowiązków informacyjno-rekomendacyjnych oraz do poszukiwania ewentualnego kontroferenta. W celu uzyskania zgody na podjęcie środków obrony *board of directors* może zwołać walne zgromadzenie w trybie przyspieszonym. Obrady takiego walnego zgromadzenia akcjonariuszy powinny odbyć się możliwie jak najszybciej, ale nie wcześniej niż w ciągu 2 tygodni od dnia jego zwołania. Zasada neutralności została wzmocniona brakiem regulacji stanowiących implementację zasady wzajemności. *Board of directors* jest zobowiązana niezwłocznie, jak tylko ogłoszone zostanie wezwanie, nie tylko do poinformowania o tym fakcie rady pracowniczej lub bezpośrednio pracowników spółki. Zobowiązana jest również do przekazania dokumentów dotyczących oferty, jak tylko takie dokumenty otrzyma. Na podstawie dokumentów przedstawionych przez podmiot przejmujący oraz własnych planów strategicznych rozwoju spółki, *board of directors* zobowiązana jest sporządzić opinię dotyczącą warunków oferty i jej wpływu na interesy spółki i jej pracowników. Opinia taka, poza tym, że musi być opublikowana, powinna być też przekazana bezpośrednio radzie pracowniczej spółki. Rada pracownicza może sporządzić własną opinię, która powinna być dołączona do oficjalnej opinii *board of directors*. Ustawodawca Malty nie zdecydował się na implementację zasady przełamania, jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej.

4.18. Niemcy (Republika Federalna Niemiec)

Niemiecki ustawodawca nie zdecydował się na implementację zasady neutralności zarządu i rady nadzorczej w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Spółki akcyjne, mające siedzibę statutową w Niemczech, mogą wprowadzić zasadę neutralności stosownymi zapisami statutowymi. Taka decyzja wymaga jednak większości głosów „za” akcjonariuszy reprezentujących aż 75% kapitału zakładowego. Zarząd spółki, w której statucie wprowadzono zasadę neutralności, powinien o tym fakcie poinformować organ nadzorujący przejęcie w Niemczech oraz organy nadzorujące przejęcie w innych krajach UE, o ile akcje spółki są w tych krajach notowane na rynku regulowanym. Należy jednak podkreślić, iż w prawie niemieckim jeszcze przed implementacją XIII Dyrektywy UE istniały normy prawne, regulujące zasady postępowania funkcjonariuszy spółki w okresie wezwania. Zgodnie z tymi regulacjami, od opublikowania decyzji o przejęciu do publikacji rezultatów przejęcia, zarząd spółki przejmowanej nie może podejmować żadnych działań, które mogłyby udaremnić ofertę, poza działaniami, które: podjąłby „dobry menedżer” spółki nie będącej przedmiotem przejęcia, poszukiwaniem kontroferenta, na które zarząd uzyskał zgodę rady nadzorczej, po uzyskaniu zezwolenia walnego zgromadzenia spółki w celu udaremnienia wezwania i które zostały zaaprobowane przez radę nadzorczą, przy czym uchwały walnego zgromadzenia będą ważne maksymalnie przez 18 miesięcy. Statut spółki może stanowić, iż powyższe regulacje nie mają zastosowania. W takim przypadku spółka automatycznie poddaje się bardziej restrykcyjnej regulacji zgodnej z art. 9 XIII Dyrektywy UE. Tym samym – od ogłoszenia wezwania do dnia publikacji jego wyników ani zarząd, ani rada nadzorcza spółki przejmowanej nie mogą podjąć żadnych działań mogących udaremnić przejęcie, poza działaniami, na które: wyraziło zgodę walne zgromadzenie akcjonariuszy, w zakresie zwykłego zarządu spółki, przekraczającymi normalny zarząd na podstawie decyzji podjętych przed ogłoszeniem decyzji o przejęciu, a których wykonanie już zostało rozpoczęte, mającymi na celu poszukiwanie kontroferenta. W związku z ogłoszoną ofertą zarząd spółki lub inny uprawniony podmiot może zwołać w trybie specjalnym nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy. O zwołaniu walnego zgromadzenia zarząd zobowiązany jest poinformować podmiot przejmujący oraz organ nadzorujący rynek przejęć. W takim przypadku okres związania ofertą wynosić będzie 10 tygodni. Zarząd spółki przejmowanej zobowiązany jest również do niezwłocznego prze-

kazania informacji o ofercie przejęcia radzie pracowniczej spółki lub – jeżeli takich nie ma – bezpośrednio pracownikom. Zarząd i rada nadzorcza zobowiązane są również do sporządzenia i opublikowania opinii o warunkach oferty. W Niemczech ustawodawca nie zdecydował się na implementację zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Implementowano natomiast zasadę wzajemności zarówno w stosunku do zasady neutralności, jak i zasady przełamania. Powołanie się na zasadę wzajemności wymaga zgody walnego zgromadzenia w formie uchwały powziętej zwykłą większością. Taka uchwała jest ważna nie dłużej jednak niż przez okres 18 miesięcy.

4.19. Polska (Rzeczpospolita Polska)

Formalna implementacja XIII Dyrektywy UE do polskiego systemu prawnego dokonana została 4 września 2008 r. poprzez ustawę o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw, która weszła w życie w styczniu 2009 r.¹⁹ Implementacja nastąpiła zatem blisko z trzyletnim opóźnieniem w stosunku do daty określonej w dyrektywie²⁰. Ustawodawca polski nie zdecydował się na implementację zasady neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Zgodnie z art. 80a, ust. 1 OfertaPublU, statut spółki może przewidywać, że w trakcie trwania wezwania zarząd i rada nadzorcza tej spółki są obowiązane do uzyskania uprzedniej zgody walnego zgromadzenia na podjęcie czynności, których celem jest udaremnienie ogłoszonego wezwania. Powyższa zasada nie dotyczy czynności związanych z poszukiwaniem kontroferenta (art. 80a, ust. 2). Zgodnie z art. 80a, ust. 2 OfertaPublU przy podejmowaniu uchwały o udzielaniu lub

¹⁹ Dz. U. Nr 231, poz. 1547. W prawie polskim przepisy odpowiadające niektórym uregulowaniom XIII Dyrektywy UE wprowadziła OfertaPublU w 2005 r. Ustawa ta formalnie jednak nie implementowała dyrektywy, ponieważ nie została ona wspomniana wśród aktów prawnych, które tą ustawą zostały transponowane do polskiego systemu prawnego. Pominęto milczeniem podstawowe zasady dyrektywy, tj. zasadę neutralności i przełamania.

²⁰ Szerzej problematyka implementacji XIII Dyrektywy UE do polskiego systemu prawnego omówiona została w: K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*; T. Sójka (red.), M. Mataczyński, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2010.

nieudzieleniu zgody na podejmowanie działań obronnych statut przewiduje również, iż nie obowiązują ograniczenia wykonywania prawa głosu określone w statucie lub umowie zawartej pomiędzy spółką a akcjonariuszami spółki, albo w umowie między akcjonariuszami (art. 80a, ust. 3, pkt 1)²¹ oraz nie obowiązują uprzywilejowania akcji dotyczące prawa głosu (art. 80a, ust. 3, pkt 2). Rozwiązanie to stanowi element zasady przełamania, ale wiąże się bezpośrednio z zasadą neutralności i ma na celu wzmocnienie jej skuteczności. Ustawodawca polski nie zdecydował się na implementację art. 9, ust. 4 XIII Dyrektywy UE, który przewiduje możliwość zwołania w trybie przyspieszonym walnego zgromadzenia mającego podjąć uchwałę w kwestii wydania zgody na podjęcie przez organy spółki działań w celu utrudnienia przejęcia kontroli. Takie rozwiązanie zmniejsza skuteczność zasady neutralności, nawet, jeżeli akcjonariusze zdecydowaliby się na jej wprowadzenie do statutu spółki. Ustawodawca przewidział obowiązkowe stanowisko zarządu w kwestii warunków ogłoszonej oferty. Zgodnie z art. 80, ust. 1 OfertaPublU zarząd spółki publicznej jest zobowiązany nie później niż na 2 dni robocze przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów, przekazać Komisji Nadzoru Finansowego oraz do publicznej wiadomości stanowisko dotyczące ogłoszonego wezwania wraz z podaniem podstaw tego stanowiska. Stanowisko zarządu spółki przedstawione jest równocześnie przedstawicielom zakładowych organizacji zrzeszających pracowników spółki (lub bezpośrednio pracownikom). Oficjalne stanowisko zarządu powinno w szczególności zawierać opinię dotyczącą wpływu wezwania na interes spółki, w tym zatrudnienie w spółce, strategicznych planów podmiotu przejmującego wobec spółki i ich prawdopodobnego wpływu na przyszłe zatrudnienie w spółce oraz na lokalizację prowadzenia jej działalności. Opinia zarządu powinna również stanowić rekomendację w kwestii proponowanej w wezwaniu warunków sprzedaży lub zamiany akcji²². Ustawodawca polski nie zdecydował się na imple-

²¹ O ile umowa taka weszła w życie po 21 kwietnia 2004 r. (art. 80a, ust. 3, pkt 1), przy czym ograniczenia nie dotyczą akcjonariuszy, którym z tytułu tych ograniczeń przysługują szczególne korzyści pieniężne (art. 80a, ust. 4).

²² Art. 80 OfertaPublU ust. 3 dopuszcza jednak możliwość sporządzenia dodatkowych fakultatywnych opinii, wskazując przede wszystkim na organizacje pracowniczego i niezależnych biegłych. *De lege ferenda* należy postulować, aby niezależne stanowisko w kwestii przynajmniej warunków oferty przedstawiła również rada nadzorcza przejmowanej spółki. Zgodnie bowiem z zasadami ogólnymi XIII Dyrektywy UE akcjonariusze powinni uzyskać wystarczające informacje do podjęcia uzasadnionej okolicznościami decyzji (art. 3, ust. 1, lit. b, lit. c oraz ust. 2, lit. b). Rada nadzorcza jest or-

mentację zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Polski ustawodawca skorzystał z opcji wyjścia, wprowadzając do OfertaPublU art. 80b, art. 80c oraz art. 80d, które przenoszą zasadę przełamania na płaszczyznę wewnątrzspółkową. Ustawodawca polski zdecydował się implementować zasadę wzajemności (art. 80c OfertaPublU). Pomijając ocenę decyzji ustawodawcy, dotyczącą skorzystania z opcji wyjścia, należy podkreślić, iż w literaturze przedmiotu słusznie podnosi się zarzut wadliwości norm prawnych implementujących XIII Dyrektywę UE. Cel i ramy niniejszej pracy nie pozwalają na analizę dogmatycznoprawną omówionych norm. W tym miejscu wypada wspomnieć jedynie, że główne zastrzeżenia dotyczą przyjęcia dwustopniowego modelu obowiązkowej oferty (33%, 66%)²³ oraz odesłać do stosownych komentarzy przedstawicieli doktryny²⁴.

ganem sprawującym stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności (art. 382 KSH). Tym samym jej opinia w tak szczególnym okresie funkcjonowania spółki może być dla jej akcjonariuszy kluczową dla podjęcia decyzji o zbyciu lub zamianę akcji. Nie ulega wątpliwości, że zgodnie z duchem XIII Dyrektywy UE akcjonariusze powinni mieć do dyspozycji wszelkie możliwe informacje i opinie. W tym kontekście ustawodawca powinien rozważyć również obowiązkową opinię sporządzoną przez niezależnego biegłego – przynajmniej w odniesieniu do ceny proponowanej w wezwaniu czy odpowiada ona godziwej wartości spółki. XIII Dyrektywa UE nie przewiduje takiego obowiązku, mimo że w przypadku krajowego i transgranicznego łączenia spółek ustawodawstwo UE nakazuje sporządzenie opinii przez niezależnego biegłego (art. 10 III Dyrektywy i art. 8 X Dyrektywy). Zob. też: A. Opalski, *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 504.

²³ A. Opalski, *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 500.

²⁴ *Ibidem*, s. 483-511; M. Romanowski, *Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie*, PPH 2008, nr 1, s. 17. Pomijając krytyczną ocenę implementacji dwóch najważniejszych zasad XIII Dyrektywy UE, bezpośrednio wpływających na zasady wykonywania mandatu członka rady nadzorczej, należy wskazać na inne uchybienia w implementacji XIII Dyrektywy UE: sformułowania art. 80a, ust. 1 OfertaPublU dotyczące charakteru zabronionych działań, brak trybu specjalnego (przyspieszonego) do zwołania walnego zgromadzenia w okresie trwania wezwania (wskazuje na taką możliwość art. 9, ust. 4 oraz art. 11, ust. 4, zd. 2), obowiązku ujawniania wszelkich barier przejęcia (wymaga tego art. 10), brak obowiązku informowania KNF o skorzystaniu z opcji wyjścia (wymaga tego art. 12, ust. 2, akapit 2, zd. 2); szerzej na temat oceny implementacji XIII Dyrektywy UE do polskiego systemu prawnego zob.: M. Mataczyński, *Swoboda...*, *op. cit.*, s. 256-304 oraz A. Opalski, *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 509-515.

4.20. Portugalia (Republika Portugalska)

Portugalia implementowała do swojego systemu prawnego zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Od chwili ogłoszenia wezwania na więcej niż 1/3 akcji, aż do ogłoszenia rezultatu, *board of directors* nie może podejmować żadnych działań mających wpływ na aktywa spółki i mogących udaremnić wezwanie, chyba że są to czynności z zakresu zwykłego zarządu spółką. W szczególności *board of directors* nie powinna emitować nowych akcji i innych instrumentów umożliwiających subskrypcję nowych akcji spółki. *Board of directors* nie powinna też zawierać nowych kontraktów istotnie wpływających na stan aktywów spółki. Te same restrykcje dotyczą działań, które nie zostały jeszcze rozpoczęte, lub nie zostały jeszcze ukończone, a które mają być realizowane w wyniku decyzji *board of directors* podjętych przed ogłoszeniem wezwania. Powyższe reguły nie mają zastosowania w przypadku, gdy działania: są autoryzowane przez nadzwyczajne walne zgromadzenia akcjonariuszy zwołane w związku z ogłoszonym wezwaniem, są rezultatem wypełnienia zobowiązań podjętych przed uzyskaniem informacji o planowanym przejęciu, mają na celu znalezienie innej, korzystniejszej oferty. Ustawodawca w Portugalii uznał, iż ze względu na dynamikę zdarzeń w okresie wezwania walne zgromadzenie może odbyć się w przyspieszonym trybie, ale nie szybciej niż po piętnastu dniach od dnia jego zwołania. Uchwały walnego zgromadzenia w kwestii udzielenia zgody na określone działania obronne wymagają większości kwalifikowanej, tak jak do zmiany statutu. W związku z wezwaniem do sprzedaży lub zamiany akcji na *board of directors* spółki posiadającej siedzibę statutową w Portugalii nałożono określone obowiązki o charakterze informacyjnym i rekomendacyjnym. Przede wszystkim, *board of directors* powinna przekazać warunki oferty radzie pracowniczej lub bezpośrednio pracownikom. Pracownicy spółki powinni na bieżąco być informowani o wszelkich zmianach warunków oferty. W ciągu 5 dni od otrzymania dokumentów ofertowych *board of directors* jest zobowiązana przygotować opinię dotyczącą warunków przejęcia. Opinia powinna zostać upubliczniona oraz przekazana bezpośrednio do: organu nadzorującego rynek przejęć, podmiotu przejmującego oraz radzie pracowniczej (pracownikom) spółki przejmowanej. W przypadku, gdy przedstawiciele pracowników przygotowali niezależną opinię dotyczącą warunków oferty, opinia ta powinna zostać dołączona do oficjalnego stanowiska spółki przejmowanej. Ustawodawca portugalski, mając na względzie szczególne natężenie

konfliktu interesów, *expressis verbis* wymaga, aby *board of directors* w okresie wezwania działała w dobrej wierze, mając na względzie przede wszystkim interesy spółki, szczególnie w zakresie ujawniania informacji oraz w zakresie sporządzania opinii o warunkach oferty i wpływu ewentualnego przejęcia kontroli na interesy spółki, stan zatrudnienia i lokalizację jej działalności. W Portugalii nie implementowano zasady przełamania jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej, implementowano natomiast zasadę wzajemności.

4.21. Rumunia

Ustawodawca rumuński nie zdecydował się na implementację zasady neutralności w postaci zaproponowanej w XIII Dyrektywie UE w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Istnieją jednak normy prawne, ograniczające możliwość podejmowania środków obrony bez zgody walnego zgromadzenia w przypadku wezwań dobrowolnych²⁵. W Rumunii nie zdecydowano się na implementację zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Implementowano natomiast zasadę wzajemności.

4.22. Słowacja (Republika Słowacka)

Ustawodawca słowacki implementował zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym, w okresie trwania wezwania, zarząd i rada nadzorcza (lub *board of directors*) spółki przejmowanej bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy nie może podejmować żadnych działań w celu udaremnienia oferty. Zarząd i rada nadzorcza (lub *board of directors*) powinny pozostać neutralne, ograniczając się do wykonania ciążących na nich obowiązków informacyjnych oraz do poszukiwania ewentualnego kontroferenta. Zarząd i rada nadzorcza (lub *board of directors*) zobowiązane są do sporządzenia odrębnej niezależnej opinii. Zasada neutralności została wzmocniona brakiem regulacji stanowiących implementację zasady wzajemności. Ustawodawca słowacki nie zdecydował się na implementację zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej.

²⁵ Zob. Raport *CMS Guide to Mandatory Offers and Squeeze-Outs 2008*; zob. www.cms.eu (27.11.2011 r.)

4.23. Słowenia (Republika Słowenii)

Ustawodawca w Słowenii implementował zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. W okresie trwania wezwania zarząd i rada nadzorcza spółki przejmowanej bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy nie mogą podejmować żadnych działań mających na celu utrudnienie przejęcia kontroli nad spółką w wyniku ogłoszonego wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. Zarząd i rada nadzorcza powinny pozostać neutralne, ograniczając się do wykonania ustawowych obowiązków informacyjno-rekomendacyjnych oraz do poszukiwania ewentualnego kontroferenta. Ustawodawca słoweński zdecydował się implementować zasadę wzajemności. W Słowenii nie zdecydowano się na implementację zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej.

4.24. Szwecja (Królestwo Szwecji)

Szwedzki ustawodawca zdecydował się na implementację zasady neutralności *board of directors* spółki w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. W okresie od chwili uzyskania informacji o planowanej ofercie do momentu publikacji wyników wezwania *board of directors* może podejmować tylko te czynności, na które wyraziło zgodę walne zgromadzenie akcjonariuszy. Członkowie *board of directors* natomiast mogą zawsze bez potrzeby uzyskiwania takiej zgody poszukiwać kontroferenta. *Board of directors* jest zobowiązana przygotować i opublikować opinię odnoszącą się do warunków oferty wraz z rekomendacją dla akcjonariuszy. Opinia powinna zostać opublikowana w takim terminie, aby akcjonariusze mieli możliwość odpowiedzieć na ofertę w wyznaczonym w wezwaniu terminie związania. *Board of directors* powinna również niezwłocznie poinformować pracowników spółki o ofercie przejęcia kontroli nad spółką i przygotowanej rekomendacji. Rekomendacja przygotowana przez *board of directors* powinna być rzetelnie uzasadniona. W szczególności rzetelnego uzasadnienia wymaga rekomendacja skierowana do akcjonariuszy i pracowników spółki zalecająca powstrzymanie się od sprzedaży lub zamiany akcji. W Szwecji nie implementowano zasady przełamania jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Ustawodawca szwedzki nie implementował zasady wzajemności.

4.25. Węgry (Republika Węgierska)²⁶

Ustawodawca węgierski implementował zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym samym, w okresie związania ofertą, zarząd i rada nadzorcza spółki przejmowanej bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy nie może podejmować żadnych działań w celu utrudnienia przejścia kontroli nad spółką. Aktywność zarządu i rady nadzorczej w stosunku do ogłoszonej oferty powinny ograniczyć się do wykonania ustawowych obowiązków informacyjno-rekomandacyjnych oraz do poszukiwania ewentualnego kontroferenta. Ustawodawca węgierski zdecydował się implementować zasadę wzajemności. Ustawodawca węgierski nie implementował zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej.

4.26. Wielka Brytania

(Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej)

W Wielkiej Brytanii zasada neutralności funkcjonariuszy spółki została implementowana do krajowego systemu prawnego²⁷, choć podobne, a nawet bardziej restrykcyjne, regulacje obowiązują już od lat 60. minionego stulecia. Zgodnie z *Rule 21 City Code on Takeovers and Mergers* od momentu ogłoszenia wezwania, a nawet od momentu, gdy *board of directors* dowiedziała się o nieuchronności ogłoszenia wezwania, *board of directors* bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy nie może podjąć decyzji o działaniach, które: mogą wpłynąć na udaremnienie wezwania, mających na celu sprzedaż lub zobowiązanie do sprzedaży aktywów o istotnej wartości, mających na celu zawarcie umów przekraczających zwykły zarząd spółki, związanych z emisją nowych akcji lub nowych opcji na akcje, związanych z emisją jakichkolwiek papierów wartościowych, które kreowałyby prawo do nabycia akcji nowej emisji. W razie wątpliwości *board of directors* spółki przejmowanej może zwrócić się do *Panel of Takeovers and Mergers* w celu skonsultowania czy planowane działanie nie

²⁶ W czasie implementacji obowiązywała jeszcze nazwa Republika Węgierska, od 1.01.2012 r. obowiązuje wyłącznie nazwa Węgry.

²⁷ Oferty przejęć w Wielkiej Brytanii zasadniczo są regulowane dwoma aktami prawnymi: *City Code on Takeovers and Mergers* oraz przez *Companies Act 2006*. XIII Dyrektywa UE została implementowana 20 maja 2006 r. poprzez akt prawny *Takeovers Directive Regulations and Amendments to the Takeover Code*, który nowelizował ww. regulacje.

narusza zasady neutralności rady dyrektorów w obliczu ogłoszonego wezwania. *Board of directors* zobowiązany jest zwołać walne zgromadzenie akcjonariuszy, którego przedmiotem obrad będzie analiza warunków ogłoszonego wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. W ogłoszeniu zwołującym walne zgromadzenie *board of directors* zobowiązana jest umieścić wszelkie znane jej informacje o ofercie. *Board of directors* nie zawsze musi uzyskać zgodę walnego zgromadzenia na działania, które mogą utrudnić przejęcie kontroli nad spółką. W sytuacji, gdy: planowane działanie jest związane z realizacją wcześniejszego kontraktu (lub świadczeniem innego wcześniej istniejącego zobowiązania) lub decyzja o podjęciu określonego działania została podjęta przed ogłoszeniem wezwania, a działanie to nie zostało jeszcze rozpoczęte lub nie zostało ukończony (przy czym nie mogą one wykraczać poza tzw. normalny tok działalności spółki), nie jest wymagane zwoływanie walnego zgromadzenia – wystarczą konsultacje z *Panel of Takeovers and Mergers*. *Board of directors* spółki zawsze, bez względu na jej stosunek do warunków oferty, zobowiązana jest do podjęcia czynności o charakterze informacyjno-rekomendacyjnym. Przede wszystkim, zgodnie z *Rule 25.1. (b) City Code on Takeovers and Mergers*, obowiązkiem *board of directors* jest sporządzenie opinii dotyczącej wpływu ewentualnego przejęcia kontroli nad spółką na jej interesy, w szczególności na zatrudnienie oraz wpływu realizacji strategicznych interesów podmiotu przejmującego na przyszłe zatrudnienie oraz lokalizację działalności spółki przejmowanej. Jeżeli którykolwiek z członków *board of directors* znajduje się w sytuacji konfliktu interesów, nie powinien brać udziału w sporządzaniu opinii. *Board of directors* powinna zlecić również sporządzenie opinii w sprawie ogłoszonych warunków wezwania niezależnemu doradcy. Taka opinia powinna stanowić załącznik do dokumentu sporządzonego przez radę dyrektorów. Zgodnie z *Rule 30.2. City Code on Takeovers and Mergers* *board of directors* zobowiązana jest opublikować swoją opinię niezwłocznie, przy czym nie może to nastąpić później niż w ciągu 14 dni po ogłoszeniu wezwania. Kopie opinii wraz z załącznikami powinny być przekazane akcjonariuszom, radzie pracowników (lub bezpośrednio pracownikom) oraz innym uprawnionym osobom. Jeżeli przedstawiciele pracowników sporządzili własną opinię dotyczącą warunków oferty i jej ewentualnego wpływu na interesy spółki, zatrudnionych w niej osób i środowisk lokalnych, *board of directors* zobowiązana jest dołączyć ten dokument do oficjalnej opinii. W Wielkiej Brytanii nie implementowano zasady przełamania w formie

bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tym niemniej, zgodnie z *Part 28, Chapter 2, Rule 966 Companies Act* spółka może specjalną uchwałą („*opting-in resolution*”) wprowadzić tę zasadę do swojego statutu. Na rynku brytyjskim panuje ugruntowane praktyką przekonanie, że spółki, w których naruszona jest zasada proporcjonalności zaangażowanego kapitału i władzy zostaną negatywnie zweryfikowane przez rynek. Spółki takie będą miały utrudniony dostęp do kapitału, a koszt tego kapitału będzie wyższy. Spółki mające siedzibę statutową w Wielkiej Brytanii nie mają zatem potrzeby wprowadzania zasady przełamania do swoich statutów. W literaturze przedmiotu wskazuje się jednak, że implementowanie zasady przełamania do statutu może mieć na celu ograniczenie możliwości skorzystania z zasady wzajemności przez spółkę, która jest celem przejęcia. Zasady wzajemności nie implementowano do brytyjskiego systemu prawnego.

4.27. Włochy (Republika Włoska)

Ustawodawca włoski nie zdecydował się implementować zasady neutralności jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. W literaturze przedmiotu wskazuje się jednak, że w ustawodawstwie włoskim jeszcze przed przyjęciem XIII Dyrektywy UE istniały regulacje prawne, ograniczające swobodę *board of directors* w podejmowaniu środków obrony bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy²⁸. Niezależnie od tego, włoskie spółki mogą wprowadzić zasadę neutralności w postaci normy, jaką przewiduje art. 9 XIII Dyrektywy UE do swoich statutów decyzją akcjonariuszy. Gdy statut spółki przewiduje, iż do podjęcia środków obrony konieczna jest zgoda walnego zgromadzenia, uchwała taka nie może być podjęta wcześniej niż 18 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Co do zasady, nie wymagają zgody walnego zgromadzenia działania *board of directors* polegające na poszukiwaniu korzystniejszej oferty. *Board of directors* spółki przejmowanej jest ustawowo zobowiązana do określonych działań o charakterze informacyjno-rekomendacyjnej. Przede wszystkim, na *board of directors* ciąży obowiązek poinformowania rady pracowniczej lub bezpośrednio pracowników o ogłoszonej lub prawdopodobnej ofercie przejęcia kontroli nad spółką. W kolejnym kroku *board of directors* zobowiązana jest

²⁸ Zob.: *CMS Guaide to Mandatory Offers and Squeeze-Outs*, (www.cmslegal.com, 23.10.2011 r.).

opublikować oświadczenie stanowiące ocenę warunków ogłoszonego wezwania (art. 103 *Consolidate Law on Finance*). Oświadczenie powinno zawierać informacje o wpływie ewentualnego przejęcia kontroli nad spółką na jej przyszłe interesy i interesy pracowników. Oświadczenie to powinno także zostać przekazane bezpośrednio do rady pracowniczej lub pracowników, jeżeli w spółce nie ma rady pracowniczej. Przedstawiciele pracowników mogą przygotować własne oświadczenie dotyczące warunków oferty i jej wpływu na przyszłe zatrudnienie w spółce. *Board of directors* zobowiązana jest dołączyć tę opinię do własnego oświadczenia w sprawie oferty przejęcia. Ustawodawca włoski nie zdecydował się implementować zasady przełamania jako bezwzględnie obowiązującej normy prawnej, implementował natomiast zasadę wzajemności.

5. Ocena sposobu implementacji zasady neutralności i przełamania w krajach UE

Syntetycznie wyniki analizy sposobu implementacji zasady neutralności w krajach UE można przedstawić w formie podziału na cztery grupy:

a) **grupa I:** implementowano zasadę neutralności, zasadę przełamania w formie bezwzględnie obowiązujących norm prawnych oraz zrezygnowano z implementacji zasady wzajemności. Ten sposób implementacji oznacza, że nie skorzystano ani z tzw. małej opcji wyjścia, ani z tzw. dużej opcji wyjścia. Jest to wzorcowy sposób transpozycji – najbardziej odpowiadający *ratio legis* XIII Dyrektywy UE. Zasady neutralności nie narusza poszukiwanie przez członków władz spółki kontroferenta. Należy zauważyć, iż przy tym wzorcowym modelu implementacji XIII Dyrektywy UE zasada neutralności funkcjonariuszy spółki przejmowanej obowiązuje nawet w sytuacji, gdy spółka przejmująca nie stosuje się do tej zasady. Podkreślić należy, iż neutralność nie oznacza bierności. Zarząd spółki jest ustawowo zobowiązany do działań informacyjno-rekomendacyjnych w stosunku do akcjonariuszy i pracowników spółki oraz umożliwić akcjonariuszom podjęcie decyzji. Co do zasady, rada nadzorcza nie jest zobowiązana do sporządzenia niezależnej opinii. Wydaje się jednak, że obowiązek taki można sformułować w oparciu o wykładnię funkcjonalną i systemową zasad ogólnych, którym powinien odpowiadać proces przejęcia wg XIII Dyrektywy UE (art. 3, ust. 1, lit. b, lit. c oraz ust. 2, lit. b). W tej grupie znajduje się tylko pięć państw członkowskich:

TABELA 1

Państwo	Zasada neutralności	Zasada przełamania	Rezygnacja z zasady wzajemności
Estonia	TAK	TAK	TAK
Łotwa	TAK	TAK	TAK
Litwa	TAK	TAK	TAK
Irlandia	TAK	NIE /TAK	TAK
Wielka Brytania	TAK	NIE /TAK	TAK

Opracowanie własne

b) **grupa II:** implementowano zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązujących norm prawnych, nie implementując zasady przełamania w tej formie. Ustawodawca nie skorzystał z tzw. małej opcji wyjścia (zasada wzajemności). Tym samym ustawodawcy w tych państwach uznali, iż o środkach obrony decydować powinni akcjonariusze spółki, a nie członkowie jej władz, bez względu czy spółka przejmująca też stosuje się do tej zasady. Uwagi dotyczące obowiązków informacyjnych pozostają aktualne również w tej grupie państw. W tej grupie znajduje się siedem państw członkowskich:

TABELA 2

Państwo	Zasada neutralności	Zasada przełamania	Rezygnacja z zasady wzajemności
Austria	TAK	NIE	TAK
Bułgaria	TAK	NIE	TAK
Czechy	TAK	NIE	TAK
Finlandia	TAK	NIE	TAK
Malta	TAK	NIE	TAK
Słowacja	TAK	NIE	TAK
Szwecja	TAK	NIE	TAK

Opracowanie własne

c) **grupa III:** implementowano zasadę neutralności w formie bezwzględnie obowiązujących norm prawnych, nie implementując zasady przełamania w tej formie oraz skorzystano z tzw. małej opcji wyjścia. Funkcjona-

riuszy spółki obowiązuje zasada neutralności. O środkach obrony decydują akcjonariusze spółki. Spółka może uchylić się jednak od reżimu zasady neutralności w sytuacji, gdy spółka przejmująca nie stosuje się do rygoryzmów tej zasady. Komentarz dotyczący obowiązków informacyjnych pozostaje aktualny również w tej grupie państw. Do grupy tej należy zaliczyć siedem państw członkowskich:

TABELA 3

Państwo członkowskie	Zasada neutralności	Zasada przełamania	Rezygnacja z zasady wzajemności
Cypr	TAK	NIE	NIE
Francja	TAK	NIE	NIE
Grecja	TAK	NIE	NIE
Hiszpania	TAK	NIE	NIE
Portugalia	TAK	NIE	NIE
Słowenia	TAK	NIE	NIE
Węgry	TAK	NIE	NIE

Opracowanie własne

d) **grupa IV**: nie implementowano ani zasady neutralności, ani zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązujących norm prawnych. Dodatkowo wprowadzono do krajowych systemów prawnych zasadę wzajemności na wypadek, gdyby spółki przyjęły zasadę neutralności i przełamania do swoich statutów. Oznacza to, że spółki mogą uchylić się od ich reżimu, jeżeli tylko spółka przejmująca też ich nie stosuje. Taki sposób implementacji jest najbardziej odległy od *ratio legis* XIII Dyrektywy UE. Uwagi dotyczące obowiązków informacyjnych pozostają aktualne również w tej grupie państw. Ten model implementacji zastosowało osiem państw członkowskich UE:

TABELA 4

Państwo członkowskie	Zasada neutralności	Zasada przełamania	Rezygnacja z zasady wzajemności
Belgia	NIE	NIE	NIE
Dania	NIE	NIE	NIE
Holandia	NIE	NIE	NIE

Luksemburg	NIE	NIE	NIE
Niemcy	NIE	NIE	NIE
Polska	NIE	NIE	NIE
Rumunia	NIE	NIE	NIE
Włochy	NIE	NIE	NIE

Opracowanie własne

6. Wnioski

Na podstawie wyników analizy sposobów implementacji zasady neutralności sformułowanej w XIII Dyrektywie UE w krajach członkowskich, można sformułować następujące wnioski:

- 1) Ustawodawca UE jednoznacznie wskazał preferowany wzorzec w zakresie wykonywania mandatu członków władz spółki w warunkach wrogiego przejęcia spółki. Funkcjonariuszy spółki obowiązywać powinna zasada neutralności – decyzje o podjęciu środków obrony należeć powinny wyłącznie do akcjonariuszy spółki. W UE uznano, że zasada neutralności w okresie wezwania w sposób istotny eliminuje wątpliwości związane z realizacją generalnej zasady wykonywania mandatu członka zarządu i rady nadzorczej (*board of directors*), tj. zasady lojalności wobec spółki. Uznano, iż generalna zasada lojalności członków władz wobec spółki w warunkach szczególnego natężenia konfliktów podczas procesów przejęcia kontroli może nie zabezpieczać w sposób dostateczny interesów spółki, a w szczególności wszystkich jej akcjonariuszy. W warunkach wrogiego przejęcia treść tej zasady przyjmuje szczególną postać i sprowadza się w istocie do przekazania kompetencji w zakresie zdefiniowania interesu spółki jej akcjonariuszom²⁹.

²⁹ Uwaga ta ma istotne znaczenie, gdyż jednocześnie w XIII Dyrektywie UE sformułowano ogólną zasadę (art. 3, ust. 1, lit. c): [...] zarząd spółki będącej przedmiotem oferty musi działać w interesie spółki jako całości [...]. Z jednej strony zatem funkcjonariusze spółki powinni kierować się interesem spółki jako całości, a zatem także interesem pracowników i interesariuszy. W ten sposób uzyskują legitymację do podjęcia środków obrony ze względu na potrzebę ochrony spółki jako całości. Nie można wykluczyć jednak, iż wykorzystując ten argument w istocie funkcjonariusze spółki będą podejmować obronę spółki we własnym partykularnym interesie. Z drugiej strony zasada neutralności nakazuje pozostawić decyzje w sprawie obrony spółki akcjonariuszom, którzy, definiując interes spółki, mogą się zasadniczo kierować własnym interesem.

- 2) Przeprowadzona analiza jednoznacznie wskazuje, że wbrew spotykanej w doktrynie opinii w zdecydowanej większości systemów prawnych państw członkowskich UE zasadę neutralności wprowadzono w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Tylko w 8 z 27 państw członkowskich UE (Belgia, Dania, Holandia, Luksemburg, Niemcy, Polska, Rumunia, Włochy) nie implementowano zasady neutralności w tej formie prawnej. Zgodnie z danymi przedstawionymi przez Komisję UE, ponad 75% spółek notowanych na regulowanych rynkach UE (ponad 70% całkowitej kapitalizacji spółek) podlega reżimowi zasady neutralności³⁰. Tym samym ustawodawcy w większości krajów UE jednoznacznie określili zasady wykonywania mandatu przez członków zarządu i rady nadzorczej (członków *board of directors*) spółki przejmowanej w okresie wezwania. Obowiązuje ich postawa neutralna wobec oferty przejęcia – decyzje w sprawie podejmowania środków obrony należy wyłącznie do akcjonariuszy.
- 3) Nieimplementowanie zasady neutralności w Belgii, Danii, Holandii, Luksemburgu, Niemczech, Rumunii oraz we Włoszech nie oznacza, że w systemach prawnych tych państw nie ma regulacji ograniczających swobodę podejmowania środków obrony przez funkcjonariuszy spółki. W literaturze przedmiotu wskazuje się również, że nie tylko w państwach członkowskich UE ogranicza się możliwość podejmowania środków obrony bez zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy³¹. Ograniczenia takie istnieją także na przykład w Szwajcarii, Chorwacji, Serbii, Bośni i Hercegowinie itp.³²
- 4) Z grupy państw, które nie implementowały zasady neutralności w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej, w zasadzie jedynie w Polsce nie obowiązują żadne jednoznaczne regulacje ograniczające możliwość podejmowania środków obrony przez funkcjonariuszy spółki w okresie trwa-

Ochronę interesów pracowników i innych interesariuszy spółki przejmowanej zapewnić powinny normy prawa pracy, prawa upadłościowego, ochrony środowiska itp.

³⁰ Zob.: *Commission Staff Working Document. Rapport on implementation of the Directive on Takeover Bids*, Commission of The European Communities, Brussels, 21.02.2007, SEC (2007) 268, (www.ec.europa.eu) (23.10.2011 r.).

³¹ *CMS Guide to Mandatory Offers and Squeeze-Outs*, (www.cmslegal.com, 23.10.2011 r.).

³² Zob.: *Comparative Analysis of European Legislations dealing with takeover bid: implementation of Directive 2004/25/EC*; (www.studiolt.it, 23.10.2011 r.).

nia wezwania. Polski ustawodawca, implementując XIII Dyrektywę UE, wprowadził regulacje wadliwe i niezgodne z duchem dyrektywy.

- 5) Zdecydowana większość państw członkowskich nie zdecydowała się na implementację zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Uznano tym samym, iż taka regulacja za bardzo ingeruje w prawo spółek. Większość też państw członkowskich implementowała do swoich systemów prawnych zasadę wzajemności.

Przedstawione powyżej wnioski stanowią argumenty potwierdzające (weryfikujące) przyjętą na wstępie hipotezę. Konstruuja też jeden z argumentów przemawiających za koniecznością nowelizacji OfertaPublU nie tylko w zakresie wadliwie implementowanych norm prawnych, dotyczących instytucji publicznego wezwania, ale także za koniecznością wprowadzenia zasady neutralności członków władz spółki w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej. Wprowadzając zasadę neutralności, jako bezwzględnie obowiązującą normę prawną, ustawodawca dawałby czytelny sygnał inwestorom, że Polska jest krajem otwartym na inwestycje i swobodny przepływ kapitału. Zwiększyłaby się tym samym płynność akcji polskich spółek oraz możliwość pozyskiwania nie tylko kapitału, ale i technologii oraz *know-how*. Aktualna sytuacja nie tylko utrudnia swobodny przepływ kapitału do Polski, ale także utrudnia polskim spółkom przejęcia na innych rynkach państw członkowskich³³. Dla inwestorów krajowych byłby to natomiast sygnał do akwizycji i podejmowania działań restrukturyzacyjnych, zapewniających efektywną alokację kapitału, a zarządy spółek akcyjnych byłyby dyscyplinowane i mobilizowane również poprzez mechanizmy rynku przejęć.

³³ Spółki polskie, jeżeli nie wprowadzą zasady neutralności i/lub przełamania, napotkają podobne bariery w przejęciu kontroli nad innymi spółkami w UE, gdyż w większości tych krajów wprowadzono zasadę wzajemności.

Implementation of the principle of impartiality as formulated
by the XIII EU Directive on takeover bids (2004/25/EC)
in the national legal systems
of EU member states including Poland

Summary

The article discusses widely understood European companies law, while focusing particularly on the manner of implementation of the XIII EU Directive on takeover bids in the EU member states. In particular the analysis is concerned with the duties and rights of the company board members when confronted with the so-called hostile takeover. The article aims at verifying the research hypothesis that most legislators in the EU member states implemented the principle of impartiality (art. 9 of the XIII EU Directive) as an unconditionally binding legal norm. The research results contradict a commonly-held view that most EU member states have exercised the right to opt out (art. 12 of the XIII EU Directive). Verification of the research hypothesis involved a review of the manner of implementation of the principle of impartiality in individual EU member states.

Die Umsetzung des Neutralitätsgrundsatzes
aus der 13. Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen
Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote
in die nationalen Rechtsordnungen der EU-Mitgliedstaaten
mit besonderer Berücksichtigung Polens

Zusammenfassung

In dem Artikel wird die Problematik des weit verstandenen Gesellschaftsrechts behandelt. Den detaillierten Gegenstand der Überlegungen stellt die Umsetzungsart der Übernahmerrichtlinie in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten dar. Die Analyse bezieht sich insbesondere auf die Pflichten und Berechtigungen der Organmitglieder einer Gesellschaft in der Zeit der sog. „feindlichen Übernahme“, d.h. der nicht vereinbarten Aufforderung zum Verkauf oder Austausch der Aktien einer *Limited*-Gesellschaft. Das Ziel der Überlegungen besteht in der Verifizierung der Forschungshypothese, die auf der Feststellung beruht, dass die Mehrheit der Gesetzgeber der EU-Mitgliedstaaten den Neutralitätsgrundsatz

(Art. 9 der Übernahmerichtlinie) in der Form einer zwingend geltenden Rechtsnorm umgesetzt hat. Die Verifizierung der o.g. Hypothese widerspricht der gängig geltenden These, dass die Mehrheit der Mitgliedstaaten in diesem Bereich die sog. Ausgangsoption in Anspruch genommen hat (Art. 12 der Übernahmerichtlinie). Um die Forschungsthese zu verifizieren hat man die Umsetzungsmethoden des Neutralitätsgrundsatzes in den einzelnen EU-Staaten überprüft.