

Maciej Mataczyński

Rozgraniczenie statutu prawa papierów wartościowych od statutu prawa spółek handlowych w europejskiej regulacji ofert przejęcia spółki publicznej

1. Wprowadzenie

Zagadnienie prawa właściwego dla obrotu papierami wartościowymi na rynku regulowanym było dotąd jedynie w niewielkim stopniu przedmiotem zainteresowania polskiej nauki prawa¹. Okazją do podjęcia pewnego wycinka tej problematyki jest uchwalenie Dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia [dalej: dyrektywa] i podejmowanie przez ustawodawcę polskiego prób jej implementacji. Dyrektywa harmonizuje prawa wewnętrzne państw człon-

¹ A. Kawecki: *Z problematyki kolizyjnoprawnej współczesnego obrotu papierami wartościowymi*. W: *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Stanisławowi Sołtysińskiemu*. Red. A. Nowicka. Poznań 2005, s. 821–850; W. Popiołek: *Prawo właściwe dla przeniesienia akcji poza obrotem regulowanym*. „Przegląd Prawa Handlowego” [dalej: PPH] 2002, nr 11, s. 37 i nast.; S. Sołtysiński, w: *Prawo spółek handlowych*. Red. A. Koch, J. Napierała. Kraków 2005, s. 681 i nast.; A. Wacławik: *Prawo obrotu papierami wartościowymi a integracja europejskich rynków kapitałowych*. PPH 2003, z. 6.

kowskich w zakresie problematyki przejmowania spółki publicznej². Jej celem jest stworzenie przez tę harmonizację efektywnego rynku kontroli nad spółkami oraz ochrona interesów akcjonariuszy przejmowanych spółek³. Dyrektywa wprowadza jednolitą regulację przede wszystkim w zakresie: obowiązków zarządu spółki będącej przedmiotem oferty przejęcia, ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, właściwego organu nadzoru i obowiązków oferenta. Oferta przejęcia w świetle dyrektywy jest ofertą publiczną (inną niż dokonywana przez samą spółkę będącą przedmiotem oferty), złożoną posiadaczom papierów wartościowych spółki w celu nabycia wszystkich lub niektórych papierów wartościowych, czy to z mocy prawa, czy dobrowolnie, która następuje po lub ma na celu przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty zgodnie z prawem krajowym⁴.

² Dz. Urz. WE z dnia 30 kwietnia 2004 r., nr L 142, s. 12. Problematyka regulacji przejęcia spółki publicznej stanowi jeden z najszerzej dyskutowanych w ostatnich trzydziestu latach w Europie i Stanach Zjednoczonych problemów akademickich i to zarówno w swym aspekcie prawnym, jak i ekonomicznym. Z tego względu ukazało się bardzo wiele publikacji na ten temat. Z nowszej amerykańskiej literatury prawniczej zob. J. Coates: *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporation Be?* In: *Reforming company and takeover law in Europe*. Edited by K. Hopt, J. Winter, G. Ferrarini, E. Wymeersch. London 2004, s. 677; G. Subramanian: *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*. „Yale Law Review” 2003—2004, vol. 113, s. 621—686. Z literatury niemieckiej zob.: Ch. Kirchner, R. Painter: *Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law*. „European Business Organization Law Review” 2000, vol. 1, s. 353—400; P. Mülbert, M. Birke: *In Defense of Passivity — on the Proper Role of a Target's Management in Response to a Hostile Tender Offer*. „European Business Organization Law Review” 2000, vol. 1, s. 445—477; Ch. Seibt, K. Heiser: *Analyse der EU-Übernahmerrichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmrechts*. „Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht” 2005, H. 2, s. 200 i nast.; S. Grundmann: *Die rechtliche Verfassung des Marktes für Unternehmenskontrolle nach Verabschiedung der Übernahme-Richtlinie*. „Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht” 2005, Nr. 3, s. 122—128. Z polskiej literatury prawniczej zob. C. Podsiadlik: *Wrocie przejęcie spółki*. Warszawa 2003 i cytowana tam literatura. Z nowszych publikacji zob.: K. Oplustil, M. Bobrzyński: *Europejskie prawo przejęć spółek publicznych*. Trzynasta dyrektywa UE z zakresu prawa spółek i jej implikacje dla prawa polskiego. „Studia Prawnicze” 2004, nr 1, s. 50; K. Oplustil: *Harmonizacja przepisów o wznowianach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi „de lege ferenda”*. „Przegląd Legislacyjny” 2005, nr 3, s. 46; J. Napierała: *Europejskie prawo spółek*. Warszawa 2006, s. 209—288; M. Mataczyński: *Swoboda przepływu kapitału a złota akcja Skarbu Państwa*. Warszawa 2007, s. 256—304.

³ Teza 3 preambuły dyrektywy: „It is necessary to create Community-wide clarity and transparency in respect of legal issues to be settled in the event of takeover bids and to prevent patterns of corporate restructuring within the Community from being distorted by arbitrary differences in governance and management cultures”.

⁴ Artykuł 2 ust. 1 lit. a dyrektywy w wersji angielskiej: „Takeover bid’ or ‘bid’ shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which

2. Zakres zastosowania dyrektywy

Zgodnie z treścią art. 1 ust. 1, dyrektywa harmonizuje przepisy odnoszące się do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych spółek podlegających prawom państw członkowskich w sytuacji, gdy wszystkie lub niektóre z tych papierów wartościowych są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w rozumieniu Dyrektywy Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych⁵ w jednym lub większej liczbie państw członkowskich.

Artykuł 1 stanowi jednostronną normę kolizyjną wyznaczającą zakres zastosowania dyrektywy⁶. Przedmiotem regulacji są spółki podlegające prawom państw członkowskich, których akcje są notowane na giełdach w tych państwach. Dyrektywa nie ma zastosowania do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne⁷. Jak wskazano w literaturze, cytowana regulacja ma znikome znaczenie w świetle prawa polskiego, zgodnie z którym akcje spółek akcyjnych — towarzystw funduszy inwestycyjnych, mogą być wyłącznie imienne (art. 38 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych)⁸. Dyrektywa nie ma również zastosowania do ofert przejęcia dotyczących papierów wartościowych wyemitowanych przez banki centralne państw członkowskich. Z uzasadnienia zawartego w preambule dyrektywy wynika, że ma-

follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law”.

⁵ Dz. Urz. WE z dnia 11 czerwca 1993 r., L 141, s. 27 ostatnio zmieniona Dyrektywą 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady dnia 11 lutego 2003 r., L 35, s. 1.

⁶ Dyrektywy wspólnotowe zawierają najczęściej jednostronne normy kolizyjne, tj. szczególne normy określające zakres zastosowania dyrektyw w przestrzeni (*règle particulière d'application, 'applicability' rules*). Celem tych norm jest określenie zakresu zastosowania pewnej grupy norm materialnoprawnych lub kolizyjnoprawnych zawartych w dyrektywie, których bezwzględnie obowiązujący charakter wymaga, by były stosowane na terytorium danego państwa. Są to normy adresowane do państw, co wynika z natury dyrektywy. Przedmiotem ich jest określenie pożądanego zakresu zastosowania regulacji prawa krajowego implementującej dyrektywę. Zob. M. Małaczynski: *Przepisy wymuszające swoje zastosowanie w prawie prywatnym międzynarodowym*. Kraków 2005, s. 211. Również w literaturze europejskiej określa się art. 1 Dyrektywy 2004/25/WE mianem jednostronnej normy kolizyjnej. Zob. M. Siems: *The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*. „European Company and Financial Law Review” 2004, No 4, s. 461.

⁷ Artykuł 1 ust. 2 dyrektywy posługuje się terminem „spółki, których celem jest zbiorowe inwestowanie kapitału pozyskiwanego publicznie, które działają na zasadzie dywersyfikacji ryzyka i w których jednostki uczestnictwa są, na żądanie ich posiadaczy, odkupowane lub umarzane, bezpośrednio lub pośrednio, z aktywów tych spółek”.

⁸ K. Oplustil, M. Bobrzyński: *Europejskie prawo przejąć...*, s. 49.

jąc na uwadze cele interesu publicznego wypełniane przez banki centralne państw członkowskich, wydaje się niewyobrażalne, aby stały się one celem ofert przejęcia. Ponieważ jednak, z powodów historycznych, papiery wartościowe niektórych z tych banków centralnych są notowane na rynkach regulowanych w państwach członkowskich, konieczne stało się wyraźne wyłączenie ich z zakresu zastosowania dyrektywy. Rzecz jasna, punkt ten nie ma zastosowania w stosunku do Narodowego Banku Polskiego, który nie jest w ogóle spółką akcyjną⁹.

3. Właściwość organu nadzoru według dyrektywy

Zgodnie z treścią art. 4 ust. 1 dyrektywy, państwa członkowskie wyznaczają organ lub organy właściwe w celu stosowania przepisów wprowadzonych na mocy niniejszej dyrektywy. Organy te są organami publicznymi, stowarzyszeniami lub podmiotami prawa prywatnego uznanymi przez prawo krajowe lub organy publiczne wyraźnie upoważnione do tego celu przez prawo krajowe. Państwa członkowskie zobowiązane są do poinformowania Komisji o wyznaczeniu organu lub organów właściwych i określania ewentualnego podziału zadań. Państwa zapewniają, że wskazane organy będą wykonywały swe funkcje bezstronnie i w sposób niezależny od jakiegokolwiek strony oferty, oraz że wszystkie osoby w nich zatrudnione będą związane tajemnicą zawodową.

Zgodnie z treścią art. 4 ust. 2 lit. a dyrektywy, organem właściwym do nadzoru nad ofertami jest organ państwa członkowskiego, w którym swą siedzibę statutową ma spółka będąca przedmiotem oferty, jeżeli papiery wartościowe tej spółki są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w tym państwie członkowskim¹⁰. Jeśli jednak papiery wartościowe spółki będącej przedmiotem oferty nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwie członkowskim, w którym spółka ta ma swą siedzibę statutową, to w świetle art. 4 ust. 2 lit. b dyrektywy organem właściwym do nadzoru nad ofertami jest organ państwa członkowskiego, na którego

⁹ Ibidem.

¹⁰ Artykuł 4 ust. 2 lit. a dyrektywy w wersji angielskiej: „The authority competent to supervise a bid shall be that of the Member State in which the offeree company has its registered office if that company's securities are admitted to trading on a regulated market in that Member State”.

rynku regulowanym papiery wartościowe tej spółki są dopuszczone do obrotu. W przypadku, gdy papiery wartościowe spółki będącej przedmiotem oferty są dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych w więcej niż jednym państwie członkowskim, organem właściwym do nadzoru nad ofertą jest organ państwa członkowskiego, na którego rynku regulowanym papiery wartościowe były po raz pierwszy dopuszczone do obrotu¹¹. Jeżeli zaś dopuszczenie do obrotu nastąpiło na kilku rynkach regulowanych równocześnie — zgodnie z treścią art. 4 ust. 2 lit. c dyrektywy, ustalenie organu właściwego zależy bądź od ustaleń spółki, bądź uzgodnień organów nadzoru¹². Państwa członkowskie zapewniają podanie do publicznej wiadomości decyzji, o której była mowa¹³.

4. Prawo właściwe według dyrektywy

Artykuł 4 ust. 2 lit. e dyrektywy zawiera normę kolizyjną. Zgodnie z treścią tego przepisu, w przypadkach wspomnianych w lit. b i c sprawy odnoszące się do świadczenia proponowanego w ofercie, w szczególności: cena i sprawy dotyczące procedury prowadzenia oferty, informacja o decyzji złożenia oferty przez oferenta, zawartości dokumentu oferty i ujawnienia oferty, są rozpatrywane zgodnie z przepisami państwa członkowskiego, którego organ nadzoru jest właściwy w sprawie oferty.

W sprawach związanych z informacją, jaka ma być dostarczona pracownikom spółki będącej przedmiotem oferty, i w sprawach związanych z prawem spółek, głównie co do udziału w ogólnej liczbie głosów, który daje kon-

¹¹ Artykuł 4 ust. 2 lit. b dyrektywy w wersji angielskiej: „If the offeree company’s securities are not admitted to trading on a regulated market in the Member State in which the company has its registered office, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the company’s securities are admitted to trading. If the offeree company’s securities are admitted to trading on regulated markets in more than one Member State, the authority competent to supervise the bid shall be that of the Member State on the regulated market of which the securities were first admitted to trading”.

¹² Artykuł 4 ust. 2 lit. c zd. 1 dyrektywy w wersji angielskiej: „If the offeree company’s securities were first admitted to trading on regulated markets in more than one Member State simultaneously, the offeree company shall determine which of the supervisory authorities of those Member States shall be the authority competent to supervise the bid by notifying those regulated markets and their supervisory authorities on the first day of trading”.

¹³ Artykuł 4 ust. 2 lit. d dyrektywy w wersji angielskiej: „Member States shall ensure that the decisions referred to in (c) are made public”.

trolę nad spółką, i wszelkich odstępstw od obowiązku złożenia oferty, jak również warunków, na jakich zarząd spółki będącej przedmiotem oferty może podejmować jakiekolwiek działania, które mogłyby spowodować udaremnienie oferty, stosowane są przepisy państwa członkowskiego, w którym spółka, będąca przedmiotem oferty, ma swą siedzibę statutową.

Jak widać, w ramach regulacji kolizyjnoprawnej dyrektywa wprowadza rozgraniczenie statutu prawa papierów wartościowych od statutu prawa spółek (rozpatrywanego łącznie z informacją, jaka ma być dostarczona pracownikom spółki będącej przedmiotem oferty)¹⁴. Dla tego pierwszego statutu łącznikiem jest właściwość organu nadzoru w sprawie oferty (szczególny rodzaj łącznika *lex fori*)¹⁵; dla drugiego zaś — siedziba statutowa spółki (*lex situs*). Rozwiązanie to podyktowane jest z jednej strony ściślejszym związkiem prawa państwa, na którego rynku akcje są notowane, z zagadnieniami związanymi z obrotem tymi akcjami na rynku regulowanym, a z drugiej strony — związkiem między prawem siedziby spółki a jej wewnętrzną strukturą korporacyjną. W literaturze to rozgraniczenie statutów zostało co do zasady zaaprobowane jako właściwy kompromis pomiędzy zróżnicowanymi interesami poszczególnych państw członkowskich¹⁶. Sformułowano jednak wiele szczegółowych uwag krytycznych. Między innymi zwracano uwagę na praktyczne trudności, jakie mogą się pojawić przy dokonywaniu rozgraniczenia, w szczególności wynikające ze zróżnicowanej kwalifikacji poszczególnych przepisów w różnych krajach należących bądź do statutu prawa papierów wartościowych, bądź do statutu prawa spółek¹⁷. Trafnie chyba również wskazywano na arbitralność łącznika prawa państwa, na którego rynku regulowanym papiery wartościowe spółki były po raz pierwszy

¹⁴ Zdaniem S. Sołtysińskiego, zbiorczym terminem „statut” czy „status” określa się kompleks stosunków prawnych podporządkowanych danemu prawu (np. prawu personalnemu osoby prawnej). Więcej na temat zakresu statutu personalnego spółki handlowej zob. S. Sołtysiński, w: *Prawo spółek handlowych...*, s. 683 i nast. Ogólnie na temat zakresu statutu personalnego zob. M. Pazdán: *Prawo prywatne międzynarodowe*. Warszawa 2005, s. 102.

¹⁵ J. Napierała pisze o prawie państwa, na którego rynku akcje są notowane — zob. J. Napierała: *Europejskie prawo spółek...*, s. 216.

¹⁶ „The rules could be endorsed as a good compromise between the international differences in conflict of takeover laws, as well as between the different interests of the home and the market country”. M. Siems: *The Rules on Conflict of Laws...*, s. 474.

¹⁷ „The scission (‘dépeçage’, ‘Spaltung’) between company and capital market law is highly problematic. [...] it is still uncertain how the different authorities will understand the scope of these legal areas”. Ibidem, s. 474. Jednym z przykładów mogą być szczegółowe obowiązki informacyjne przewidziane w art. 10 dyrektywy. Mają one dwoisty charakter — zarówno „kapitałowy” (jak większość obowiązków informacyjnych na rynku regulowanym), jak i korporacyjny (dotyczą w szczególności ujawnienia struktury korporacyjnej spółki — ograniczeń przenoszenia akcji, przywilejów związanych z akcjami, ograniczeń wykonywania prawa głosu, piramid kapitałowych itp.). Więcej na ten temat zob. M. Mataczyński: *Swoboda przepływu kapitału...*, s. 280—284.

notowane (nieuwzględniającego rynku w największym stopniu dotkniętego ofertą)¹⁸, sprowadzającego się w istocie do łącznika wyboru. Pojawia się tu systemowy problem, czy w prawie przejęć spółek publicznych wybór prawa powinien być w ogóle dopuszczalny? Wskazuje się, że problematyka przejęć obejmuje zagadnienia zarówno prawa prywatnego (chodzi przecież o ofertę nabycia praw udziałowych w spółce), jak i publicznego (nadzór administracyjny nad obrotem instrumentami finansowymi na rynku regulowanym). Z tego powodu łącznik wyboru prawa nie jest co do zasady akceptowany¹⁹. Podkreśla się też niedopuszczalność samodzielnego konstruowania przez strony „mieszanki” najbardziej im odpowiadających praw²⁰.

K. Oplustil i M. Bobrzyński podają następujący przykład zastosowania art. 4 dyrektywy: jeżeli na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych [dalej: GPW] notowane będą akcje spółki z siedzibą np. w Austrii, to prawo austriackie będzie właściwe do oceny: a) przekroczenie jakiego procentu ogólnej liczby głosów aktualizuje obowiązek złożenia publicznej oferty; b) czy lub na jakich zasadach zarząd uprawniony jest do podejmowania działań obronnych, a także jakie informacje należy przekazać pracownikom spółki-celu. Autorzy wskazują, że zgodnie z właściwymi przepisami austriackimi, zasadniczo domniemywa się przejęcie kontroli w razie uzyskania 30% praw głosów w spółce, choć domniemanie to ma charakter wzruszalny²¹. Tymczasem w prawie polskim próg ten wynosi obecnie 66%²². Należy

¹⁸ „[...] it is not a convincing argument that, in case of multiple listings, the applicable law depends on the first listing and the choice of the company. The priority of the listing of the target is arbitrary, because it does not indicate which market and which investors are mostly affected”. Ibidem, s. 474.

¹⁹ „The choice option is even less persuasive. In the debate on the proper connecting factor in international takeover law, a contractual theory has rightly been refused, because takeover law is not a part of ordinary private law. Nor can this choice be inferred from the idea of regulatory competition. The concept of regulatory competition means that you can opt into the rules of one particular legal system, but not that you can freely combine the law of different countries”. Ibidem, s. 474—475. Autor ten sformułował postulat *de lege ferenda* poddania całości regulacji art. 4 ust. 2 b—e dyrektywy prawu siedziby spółki.

²⁰ W literaturze niemieckiej podejście takie określa się mianem łącznika rodzynekowego (*Rosinentheorie*); odnosi się je do kogoś, kto wybiera najlepsze fragmenty (rodzynki z ciasta), a resztę pozostawia. Ibidem, s. 474—475. W literaturze angielskiej mówi się z kolei o „prawie sztytym na miarę” (*taylor made law*).

²¹ K. Oplustil, M. Bobrzyński: *Europejskie prawo przejąć...*, s. 52. W świetle dostępnych danych dotyczących implementacji trzynastej dyrektywy w prawie austriackim Austria najprawdopodobniej przyjmie wyrażoną w art. 9 zasadę neutralności władz spółki.

²² Wynika to z treści art. 74 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. nr 184, poz. 1539). Rozwiązanie to uznaje się za niezgodne z prawem wspólnotowym. Zob. szerzej M. Małaczynski: *Swoboda przepływu kapitału...*, s. 271—273 i cytowana tam literatura.

zwrócić uwagę, że aktualnie na warszawskiej GPW notowanych jest kilka spółek mających swą statutową siedzibę w innym państwie członkowskim. Są to między innymi: MOL (Magyar Ol) z siedzibą w Budapeszcie, CEZ a.s. z siedzibą w Pradze i właśnie dwie austriackie spółki — BACA (Bank Austria Creditanstalt AG) i Warlimpex z siedzibą w Wiedniu. Akcje wszystkich tych spółek były wcześniej dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w państwie ich siedziby, stąd w przypadku złożenia oferty przejęcia nie dojdzie do rozgraniczenia statutów — zarówno zagadnienia korporacyjne, jak i te dotyczące papierów wartościowych podlegać będą na mocy art. 4 ust. 2 lit. a prawu siedziby statutowej spółki (odpowiednio węgierskiemu, czeskiemu i austriackiemu).

Należy odnotować, że obecnie toczy się walka o przejęcie kontroli nad wspomnianym wcześniej węgierskim koncernem naftowym MOL z siedzibą w Budapeszcie przez austriacki koncern naftowy OMV (Österreichischen Mineralölverwaltung Aktiengesellschaft) z siedzibą w Wiedniu. W dniu 25 września 2007 r. zarząd OMV zwrócił się do akcjonariuszy spółki MOL z zaproszeniem do zbywania akcji tej spółki. Jednakże oferta ta nie miała charakteru oferty przejęcia w rozumieniu dyrektywy 2004/25/WE, gdyż — według analizy dokonanej przez zarząd OMV — nabycie akcji nie skutkowałoby przejęciem kontroli nad spółką²³. Jednakże w prawdopodobnej sytuacji, gdy oferta OMV nabierze charakteru oferty przejęcia w rozumieniu dyrektywy, obejmować będzie ona oczywiście również akcje MOL notowane na GPW. Wówczas nadzór administracyjny nad ofertą — także w odniesieniu do akcji notowanych na polskiej giełdzie — należeć będzie do węgierskiego regulatora rynku kapitałowego, a prawem właściwym będzie prawo węgierskie (implementujące dyrektywę 2004/25/WE).

Gdyby akcje którejs z spółek mających swą statutową siedzibę na terytorium innego państwa członkowskiego (i nienotowane na rynku regulowanym w tym państwie) miały swój debiut na europejskim rynku regulowanym właśnie na GPW — w świetle art. 4 ust. 2 lit. b lub c dyrektywy — prawo polskie byłoby właściwe w sprawach odnoszących się do świadczenia proponowanego w ofercie (np. ceny) i do procedury prowadzenia oferty (informacja o decyzji złożenia oferty, zawartość dokumentu oferty, ujawnienie oferty).

²³ Szczegóły oferty zob. strona internetowa www.omv.at.

5. Implementacja dyrektywy w prawie polskim

Ogólną właściwość Komisji Papierów Wartościowych i Giełd — obecnie po zmianach wprowadzonych na podstawie Ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. nr 157, poz. 1119) Komisji Nadzoru Finansowego — do stosowania przepisów wprowadzonych na mocy omawianej dyrektywy wywodziło się z Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Komisja Nadzoru Finansowego jest, zgodnie z art. 3 tej ostatniej ustawy, organem nadzoru nad rynkiem kapitałowym oraz rynkiem instrumentów finansowych, będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, w rozumieniu aktów prawnych wydawanych przez instytucje i organy Unii Europejskiej. Przepis ten z pewnością nie jest jednak wystarczającą podstawą kompetencyjną i nie ujmuje całej złożoności stosunków prawnych regulowanych przez art. 4 dyrektywy. Potwierdzeniem tego jest przygotowanie rządowego projektu nowelizacji ustawy o ofercie publicznej. Przepisem implementującym art. 4 dyrektywy jest art. 90a wprowadzony przez art. 1 ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej [dalej: ustawa]²⁴. W uzasadnieniu Projektu zaznacza się, że celem wprowadzenia art. 90a jest implementacja art. 4 dyrektywy, który przewiduje, że państwa członkowskie zobligowane są do ujęcia w prawie krajowym zasad wyznaczania prawa oraz organu właściwego do nadzoru nad ofertami przejęcia (wezwaniami). Wymagają przy tym, aby przepisy prawa krajowego wyraźnie upoważniały do tego celu dany organ. W tym świetle dotychczasowe przepisy Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, dające ujętą ogólnie podstawę do sprawowania przez Komisję nadzoru nad rynkiem kapitałowym, wydają się niewystarczające. Proponowany art. 90a wprowadza do krajowego porządku prawnego regulacje pozwalające ustalić prawo i organ właściwe do spraw nadzoru w przypadku, gdy papiery wartościowe spółki dopuszczone są do obrotu w więcej niż jednym państwie członkowskim²⁵.

²⁴ Dz.U. nr 231, poz. 1547.

²⁵ Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, a także o zmianie innych ustaw wraz z uzasadnieniem („Druk Sejmowy” nr 1652) wpłynął w dniu 11.04.2007 r., dostępny na stronie internetowej Sejmu RP: www.sejm.gov.pl, s. 27. Ponowiony w kolejnej kadencji.

Zgodnie z treścią art. 90a ust. 1, w przypadku spółki publicznej mającej swą siedzibę w państwie członkowskim innym niż Rzeczpospolita Polska, której akcje:

1) są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym wyłącznie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;

2) zostały po raz pierwszy dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w innym państwie członkowskim niebędącym państwem siedziby tej spółki;

3) zostały jednocześnie dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz w innym państwie członkowskim niebędącym państwem siedziby tej spółki — jeżeli spółka wskazała Komisję jako organ nadzoru w zakresie nabywania znacznych pakietów jej akcji — przepisu art. 74 nie stosuje się. W takim przypadku podmiot nabywający akcje obowiązany jest do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki zgodnie z przepisami państwa członkowskiego, w którym spółka publiczna ma siedzibę, z zastrzeżeniem ust. 2. Zgodnie z treścią ust. 2 tego przepisu, w przypadku powstania obowiązku ogłoszenia wezwania, o którym mowa w ust. 1, do wezwania przeprowadzonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej mają zastosowanie przepisy oddziału 2 oraz przepisy wydane na podstawie art. 81, w zakresie przedmiotu świadczenia oferowanego w wezwaniu, ceny akcji proponowanej w wezwaniu oraz procedury przeprowadzania wezwania, w szczególności dotyczące treści wezwania i trybu jego ogłaszania. W świetle ust. 3, w przypadku, o którym mowa w ust. 1 pkt 3, spółka publiczna przed rozpoczęciem obrotu jej akcjami na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej obowiązana jest:

1) wskazać organ nadzoru właściwy w zakresie nabywania znacznych pakietów jej akcji oraz

2) zawiadomić organy nadzoru w państwach członkowskich, na terytorium których akcje zostały jednocześnie dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych, o wskazaniu organu, o którym mowa w pkt. 1.

Wreszcie, zgodnie z treścią art. 90a ust. 4 ustawy, informację o wskazaniu organu nadzoru właściwego w zakresie nabywania znacznych pakietów jej akcji spółka publiczna przekazuje do publicznej wiadomości nie później niż w terminie 3 dni od dnia rozpoczęcia obrotu jej akcjami na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Przepis art. 90a Projektu niewątpliwie stanowi próbę szczegółowej implementacji art. 4 dyrektywy i choćby z tego powodu zasługuje na aprobatę. Należy bowiem pamiętać, że termin implementacji dyrektywy upłynął 20 maja 2006 r. W zakresie uregulowania kwestii właściwości prawa autorzy Projektu zdecydowali się na skonstruowanie jednostronnej normy kolizyj-

nej — tzn. normy określającej jedynie zakres zastosowania prawa własnego (polskiego)²⁶. Wydaje się, że art. 4 dyrektywy, stanowiący zupełną (dwustronną) normę kolizyjną — tzn. normę wskazującą dla określonych sytuacji prawo właściwe bez względu na to, czy jest nim prawo własne, czy obce — jest nieco bardziej czytelny. Dopiero w świetle art. 4 dyrektywy widać np., że przewidziane w art. 90a ust. 1 ustawy wyłączenie stosowania art. 74 ustawy o ofercie publicznej wynika ze wspomnianego wcześniej rozgraniczenia statutu prawa papierów wartościowych od statutu prawa spółek i poddania tego ostatniego prawu miejsca siedziby spółki. Artykuł 74 ustawy o ofercie publicznej reguluje kwestię obowiązkowego wezwania przy przejęciu kontroli nad spółką, w związku z czym art. 90a ust. 1 ustawy realizuje dyspozycję art. 4 ust. 2 lit. e dyrektywy w zakresie, w jakim przepis ten poddaje sprawy związane z prawem spółek, w szczególności co do udziału w ogólnej liczbie głosów, który daje kontrolę nad spółką, i wszelkich odstępstw od obowiązku złożenia oferty, jak również warunków, na jakich zarząd spółki będącej przedmiotem oferty może podejmować jakiegokolwiek działania, które mogłyby spowodować udaremnienie oferty, prawu miejsca siedziby spółki. Analogicznie, art. 90a ust. 2 ustawy przewiduje zastosowanie przepisów oddziału 2 ustawy o ofercie publicznej oraz przepisów wydanych na podstawie art. 81 tejże ustawy w zakresie przedmiotu świadczenia oferowanego w wezwaniu, ceny akcji proponowanej w wezwaniu oraz procedury przeprowadzania wezwania, w szczególności dotyczących treści wezwania i trybu jego ogłaszania do wezwania przeprowadzonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. W ten sposób przepis ten realizuje dyspozycję art. 4 ust. 2 lit. e dyrektywy w zakresie, w jakim przepis ten poddaje sprawy należące do statutu prawa papierów wartościowych prawu państwa członkowskiego, którego organ nadzoru jest właściwy w sprawie oferty.

Wydaje się jednak, że autorzy nowelizacji zawęzili zakres zastosowania prawa polskiego w stosunku do treści art. 4 dyrektywy. Z ust. 2 lit. e tego przepisu wynika, że w przypadkach wspomnianych w lit. b i c sprawy odnoszące się do świadczenia oferowanego w ofercie, w szczególności ceny i sprawy odnoszące się do procedury prowadzenia oferty, głównie informacja o decyzji złożenia oferty przez oferenta, zawartości dokumentu oferty i ujawnienia oferty, są rozpatrywane zgodnie z przepisami państwa członkowskiego, którego organ nadzoru jest właściwy w sprawie oferty. W świetle zaś art. 90a ust. 2 ustawy właściwość prawa polskiego w tym zakresie zachodzi tylko w odniesieniu do wezwania przeprowadzonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Prowadzi to do konkluzji, że w odniesieniu do spółki, której akcje notowane są w więcej niż jednym państwie członkowskim i były one po raz pierwszy dopuszczone do obrotu w Polsce do wezwania prowa-

²⁶ Zob. M. Pazdan: *Prawo...*, s. 46.

dzanego w innym państwie członkowskim, stosuje się prawo tego państwa — mimo że organem właściwym jest Komisja Nadzoru Finansowego, a więc z ust. 2 lit. e wynikałaby właściwość prawa polskiego. Być może autorzy nowelizacji chcieli w ten sposób zapewnić właściwość prawa polskiego w sytuacji odwrotnej, a więc w odniesieniu do spółki, której akcje notowane są w więcej niż jednym państwie członkowskim (między innymi w Polsce) i akcje te były po raz pierwszy dopuszczone do obrotu w innym niż Polska państwie członkowskim. Z tą sytuacją będziemy mieli z pewnością częściej do czynienia w praktyce polskiego rynku kapitałowego. Takiemu rozwiązaniu sprzeciwia się jednak wyraźnie brzmienie art. 90a ust. 1 i 2 ustawy. W świetle bowiem art. 90a ust. 2 ustawy, warunkiem zastosowania polskiego statutu prawa papierów wartościowych jest po pierwsze ziszczenie się sytuacji, o której mowa w ust. 1, a po drugie — prowadzenie wezwania w Polsce. Artykuł 90a ust. 1 ustawy nie dotyczy zaś spółek publicznych mających swą siedzibę w innym państwie członkowskim, których akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w innym państwie członkowskim. Aktualny pozostanie więc, sformułowany przez K. Oplustila na tle dyrektywy, przykład notowanej na polskiej giełdzie spółki węgierskiej, której akcje są już notowane na giełdzie w Budapeszcie, i w stosunku do której dla całości zagadnień związanych z ofertami nakierowanymi na objęcie kontroli w spółce prawem właściwym będzie prawo węgierskie²⁷.

Przepisy art. 90a ust. 3 i 4 regulujące kwestię wskazania organu nadzoru właściwego w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji stanowią co do zasady prawidłową implementację art. 4 ust. 2 lit. c i d dyrektywy. Należy odnotować pozostawienie poza zakresem implementacji kwestii uregulowanej w art. 4 ust. 2 lit. c zd. 2. Zgodnie z treścią tego przepisu, jeżeli papiery wartościowe spółki będącej przedmiotem oferty były już dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych w więcej niż jednym państwie członkowskim w dniu, o którym mowa w art. 21 ust. 1 (tj. 20 maja 2006 r. — data upływu terminu implementacji dyrektywy), i były dopuszczone równocześnie, to organy nadzoru tych państw członkowskich do dnia 20 czerwca 2006 r. uzgodnią, który z nich jest organem właściwym do nadzoru nad ofertą. W przeciwnym wypadku spółka będąca przedmiotem oferty ustali, który z tych organów jest organem właściwym w pierwszym dniu następującym po tym czterotygodniowym okresie²⁸. Powód takiej decyzji autorów nowelizacji wydaje się oczywisty — w odniesieniu do wzajemnych

²⁷ K. Oplustil: *Harmonizacja przepisów...*, s. 51.

²⁸ Artykuł 4 ust. 2 lit. c zd. 1. dyrektywy w wersji angielskiej: „If the offeree company’s securities have already been admitted to trading on regulated markets in more than one Member State on the date laid down in Article 21(1) and were admitted simultaneously, the supervisory authorities of those Member States shall agree which one of them shall be the authority competent to supervise the bid within four weeks of the date laid down in Article 21(1). Other-

uzgodnień pomiędzy organami nadzoru państw członkowskich przepis ten w chwili obecnej²⁹ jest martwy. Pozostaje więc jedynie dokonanie wyboru przez spółkę — i tylko tę kwestię uregulowano w Projekcie. Podsumowując omówiony art. 90a nowelizacji, należy ocenić jako prawidłową implementację art. 4 dyrektywy.

6. Podsumowanie

Problematyka norm kolizyjnych prawa rynku kapitałowego jest, jak wskazano wcześniej, bardzo młodym obszarem badawczym w ramach prawa kolizyjnego. Na jej tle na nowo odżywają tradycyjne spory kolizjonistów dotyczące rozgraniczenia statutów, wyboru najlepszego łącznika czy roli łącznika *lex fori* (tu w szczególnej wersji prawa państwa organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym). Rynki kapitałowe w Unii Europejskiej są z zasady rynkami transgranicznymi, a regułą staje się, że spółki oferują swe akcje na kilku rynkach regulowanych. Stąd praktyka życia gospodarczego bez wątpienia nie pozostawi norm kolizyjnych prawa rynku kapitałowego instytucjami martwymi. Wreszcie — ze względu na specyficzny charakter źródeł prawa, w których zawarte są te normy, tj. dyrektyw wspólnotowych — wiele nowych trudności wiąże się z problematyką implementacji tych norm do prawa wewnętrznego państw członkowskich. Parafrazując słowa głównego bohatera filmu *Casablanca*, można powiedzieć, że dla kolizjonistów może to być początek wspianiałej przyjaźni³⁰.

wise, the offeree company shall determine which of those authorities shall be the competent authority on the first day of trading following that four-week period”.

²⁹ Stan na dzień 10 marca 2009 r.

³⁰ Rick: „Louis, I think this is the beginning of a beautiful friendship”.