



Uniwersytet Warszawski
Wydział Prawa i Administracji
Instytut Prawa Cywilnego

Rafał Filip Szymański

**Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych
z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych**

Rozprawa doktorska
napisana w Katedrze Prawa Handlowego
pod kierunkiem naukowym
Prof. dra hab. Aleksandra Chłopeckiego

Warszawa 2019

Mojej Mamie.

Spis treści

Wykaz skrótów.....	XIII
Wprowadzenie.....	1
Rozdział 1. Obowiązki związane z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych.....	18
1.1. Źródła regulacji.....	18
1.2. Pojęcie znacznych pakietów akcji spółek publicznych.....	29
1.3. Klasyfikacja obowiązków.....	39
1.4. Obowiązki notyfikacyjne i informacyjne.....	44
1.4.1. <i>Ratio legis</i>	44
1.4.2. Obowiązki notyfikacyjne akcjonariuszy w zakresie zawiadamiania o zmianie stanu posiadania (art. 69 ustawy o ofercie publicznej).....	52
1.4.2.1. Ewolucja materii.....	52
1.4.2.2. Wzorzec normatywny w prawie unijnym – art. 9 dyrektywy o przejrzystości.....	58
1.4.2.3. Podstawa prawna. Przesłanki powstania obowiązku.....	59
1.4.2.4. Zakres, treść i sposób wykonania obowiązku.....	65
1.4.2.5. Wyłączenie obowiązku.....	73
1.4.3. Obowiązki emitenta w zakresie ujawnienia stanu posiadania.....	73
1.4.3.1. Publikacja raportu w trybie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej.....	73
1.4.3.1.1. Podstawa prawna i przesłanki powstania obowiązku.....	74
1.4.3.1.2. Zakres, forma i treść obowiązku.....	80
1.4.3.1.3. Zwolnienie z obowiązku.....	82
1.4.3.2. Obowiązki emitenta związane z WZA (art. 70 pkt 2) i 3) ustawy o ofercie publicznej).....	85
1.4.3.2.1. Podstawa prawna obowiązków.....	85
1.4.3.2.2. Zakres, forma i treść obowiązków.....	86
1.5. Obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji.....	88
1.5.1. Uwagi ogólne. Pojęcie wezwania.....	88
1.5.2. Systematyka wezwań.....	90
1.5.3. Wezwania tzw. majoryzacyjne.....	94
1.5.3.1. Założenia ekonomiczne.....	94

1.5.3.2.	Geneza przepisów.....	103
1.5.3.3.	Europejski wzorzec normatywny – art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia.....	105
1.5.3.4.	Wezwanie związane z przekroczeniem 33% ogólnej liczby głosów (art. 73 ustawy o ofercie publicznej).....	111
1.5.3.4.1.	Obowiązek ogłoszenia wezwania uprzedniego – art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej.....	111
1.5.3.4.2.	Obowiązek ogłoszenia wezwania następczego – art. 73 ust. 2 i 3 ustawy o ofercie publicznej.....	112
1.5.3.4.3.	Zakres regulacji.....	115
1.5.3.5.	Wezwanie związane z przekroczeniem 66% ogólnej liczby głosów (art. 74 ustawy o ofercie publicznej).....	120
1.5.3.5.1.	Obowiązek ogłoszenia wezwania uprzedniego – art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej.....	120
1.5.3.5.2.	Obowiązek ogłoszenia wezwania następczego – art. 74 ust. 2 i 5 ustawy o ofercie publicznej.....	122
1.5.3.5.3.	Zakres regulacji.....	124
1.5.4.	Wyjątki od obowiązku ogłoszenia wezwania.....	125
1.5.5.	Charakter prawny wezwania.....	128
1.5.5.1.	Wezwanie a oferta w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego.....	128
1.5.5.2.	Związanie wzywającego (oferenta) wezwaniem a szczególne przypadki odstąpienia od dokonanego wezwania (art. 77 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej).....	130
1.5.6.	Procedura i tryb realizacji obowiązku polegającego na ogłoszeniu wezwania.....	133
1.5.6.1.	Zawiadomienie o planowanym wezwaniu (art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej).....	133
1.5.6.2.	Forma i treść wezwania (rozporządzenie ws. wzorów wezwań).....	134
1.5.6.3.	Zmiana treści lub warunków ogłoszonego wezwania (rozporządzenie ws. wzorów wezwań).....	135
1.5.6.4.	Warunki zastrzeżone w wezwaniu (rozporządzenie ws. wzorów wezwań).....	136
1.5.6.5.	Obowiązek ustanowienia zabezpieczenia – art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej.....	138
1.5.6.6.	Ograniczenia w obrocie akcjami, które są przedmiotem wezwania (art. 77 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej).....	141

1.5.6.7.	Poinformowanie pracowników spółki „przejmowanej” o ogłoszonym wezwaniu (art. 77 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej).....	142
1.5.6.8.	Uprawnienia nadzorcze Komisji Nadzoru Finansowego nad przebiegiem procedury wezwania (art. 78 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej).....	142
1.5.6.9.	Stanowisko zarządu spółki „przejmowanej” dotyczące ogłoszonego wezwania (art. 80 ustawy o ofercie publicznej).....	144
1.5.6.10.	Zasada tzw. neutralności a możliwość zarządu spółki „przejmowanej” podjęcia czynności mających na celu udaremnienie ogłoszonego wezwania (art. 80a ustawy o ofercie publicznej).....	145
1.5.6.11.	Zasada przełamania (art. 80b ustawy o ofercie publicznej).....	148
1.5.6.12.	Zasada wzajemności (art. 80c ustawy o ofercie publicznej).....	149
1.5.6.13.	Przyjmowanie zapisów i zakończenie procedury wezwania.....	151
1.5.7.	Zasady ustalania ceny akcji, których dotyczy wezwanie.....	152
1.5.8.	Zasady zamiany akcji, których dotyczy wezwanie na inne papiery wartościowe.....	155
1.5.9.	Mechanizm tzw. wezwania dobrowolnego.....	157
1.6.	Rozszerzony zakres podmiotowy obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych (art. 87 ustawy o ofercie publicznej).....	159
1.6.1.	Argumenty celowościowe.....	159
1.6.2.	Powinności funduszu inwestycyjnego i alternatywnej spółki inwestycyjnej.....	160
1.6.3.	Powinności uprawnionego z kwitów depozytowych.....	161
1.6.4.	Obowiązki związane z działaniem osób trzecich.....	162
1.6.5.	Powinności pełnomocnika.....	163
1.6.6.	Powinności podmiotów działających w porozumieniu (ang. <i>acting in concert</i>).....	165

Rozdział 2. Naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych..... 169

2.1.	Uwagi ogólne.....	169
2.2.	Naruszenia obowiązków notyfikacyjnych.....	170
2.2.1.	Całkowity brak zawiadomienia.....	170
2.2.2.	Zawiadomienie spóźnione (zwłoka w ujawnieniu stanu posiadania).....	170
2.2.3.	Nieprawidłowa forma zawiadomienia.....	171
2.2.4.	Nieprawidłowa treść zawiadomienia.....	172
2.3.	Naruszenie obowiązku w zakresie ogłoszenia wezwania.....	174
2.3.1.	Zaniechanie ogłoszenia wezwania.....	174
2.3.2.	Wezwanie spóźnione.....	175

2.3.3.	Niewłaściwa forma wezwania.....	176
2.3.4.	Wezwanie sprzeczne z wymogami prawa (nienależyta treść wezwania, cena akcji objętych wezwaniem sprzeczna z ustawowymi zasadami).....	178
2.4.	Wina jako kryterium oceny naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych.....	180
2.5.	Możliwość naprawienia – sanacji stanu naruszenia	198

Rozdział 3. Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej nabytych z naruszeniem obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej.....201

3.1.	Uwagi ogólne i geneza sankcji określonej w art. 89 ustawy o ofercie publicznej.....	201
3.2.	Zakres podmiotowy sankcji.....	203
3.2.1.	Zakaz wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza.....	203
3.2.2.	Zakaz wykonywania prawa głosu przez podmioty zależne.....	204
3.3.	Brak sukcesji sankcji.....	208
3.4.	Czas zastosowania sankcji. Możliwość cofnięcia zakazu.....	210
3.5.	Charakter prawny i zakres przedmiotowy sankcji.....	213
3.5.1.	Charakter prawa głosu i aktu głosowania.....	214
3.5.2.	Struktura zasięgu sankcji.....	217
3.5.2.1.	Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej będących przedmiotem zdarzenia implikującego powstanie naruszonych obowiązków.....	217
3.5.2.2.	Zakaz wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej.....	218
3.5.2.2.1.	Szerokość zakazu na tle zasady ochrony praw słusznie nabytych. Konstytucyjność sankcji.....	218
3.5.2.3.	Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej nabytych z naruszeniem sposobu ustalania ceny.....	225
3.5.3.	Pozbawienie prawa głosu z akcji objętych zakazem a możliwość realizacji innych uprawnień korporacyjnych.....	226
3.5.3.1.	Prawo do uczestnictwa w WZA spółki publicznej.....	227
3.5.3.2.	Prawo zwołania WZA spółki publicznej.....	228
3.5.3.3.	Prawo wyznaczenia przewodniczącego WZA spółki publicznej.....	229
3.5.3.4.	Prawo do zaskarżania uchwał WZA spółki publicznej.....	230

3.5.3.5.	Prawo do informacji dotyczących spółki publicznej (art. 428 Kodeksu spółek handlowych).....	232
3.5.3.6.	Prawo wyboru rady nadzorczej spółki publicznej w drodze głosowania grupami.....	234
3.5.3.7.	Uprawnienia osobiste akcjonariusza.....	235
3.5.4.	Zakaz „wykonywania” prawa głosu a „posiadanie” ogólnej liczby głosów. Znaczenie rozróżnienia.....	238
3.5.4.1.	Prawo żądania powołania biegłego do spraw szczególnych (art. 84 ustawy o ofercie publicznej).....	239
3.5.5.	Proporcjonalność sankcji.....	240
3.6.	Sankcja pozbawienia prawa głosu z akcji na tle innych niż ustawa o ofercie publicznej regulacji.....	242
3.7.	Postulaty <i>de lege ferenda</i>	243

Rozdział 4. Korporacyjnoprawne sankcje za naruszenie obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych w prawie zagranicznym..... 248

4.1.	Uwagi ogólne na tle prawa unijnego.....	248
4.2.	Prawo niemieckie.....	249
4.2.1.	Uwagi ogólne.....	249
4.2.2.	Zakaz wykonywania praw udziałowych z akcji (§ 44 <i>WpHG</i> oraz § 59 <i>WpÜG</i>).....	250
4.3.	Prawo francuskie.....	251
4.3.1.	Uwagi ogólne.....	251
4.3.2.	Sankcja pozbawienia prawa głosu (art. L. 233-14 oraz art. L. 621-14 II <i>Code de commerce</i> ; art. L. 433-3 I <i>Code monétaire et financier</i> oraz art. 234-2 i nast. <i>Règlement général de l'AMF</i>).....	252
4.4.	Prawo amerykańskie.....	255
4.4.1.	Wprowadzenie.....	255
4.4.2.	Regulacja obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych w tzw. <i>Williams Act</i>	256
4.4.2.1.	Powinności informacyjne.....	256
4.4.2.2.	Brak obowiązku ogłoszenia wezwania.....	257
4.4.3.	Brak sankcji korporacyjnoprawnej.....	259
4.5.	Wnioski porównawczoprawne.....	260

Rozdział 5. Środki kontroli prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz weryfikacji prawa głosu akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej.....263

5.1.	Uwagi ogólne.....	263
5.2.	Organizacja WZA spółki publicznej.....	265
5.2.1.	Sporządzenie listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA. Dopuszczenie do udziału w WZA.....	265
5.2.2.	Sporządzenie listy obecności na WZA	267
5.2.3.	Głosowanie w ramach WZA	268
5.2.4.	Przerwa w obradach WZA.....	270
5.3.	Możliwości kontroli zgodności z prawem nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej oraz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej nabytych w ramach znacznego pakietu przed i w trakcie obrad WZA. Zastosowanie zakazu wykonywania prawa głosu na podstawie art. 89 ustawy o ofercie publicznej.....	272
5.3.1.	Możliwości akcjonariuszy.....	272
5.3.2.	Rola Zarządu	276
5.3.3.	Możliwości Przewodniczącego WZA	284
5.3.3.1.	Koncepcja tzw. wielokrotnego głosowania nad uchwałą WZA.....	286
5.3.4.	Uprawnienia notariusza na WZA spółki publicznej.....	288
5.3.5.	Funkcje i zadania Komisji Nadzoru Finansowego w ramach jej kompetencji nadzorczych.....	291
5.3.6.	Ocena sądowa procesu nabywania znacznego pakietu akcji spółki publicznej oraz wykonywania prawa głosu na WZA spółki publicznej.....	298
5.3.6.1.	Prymat kompetencji sądu w zakresie stwierdzenia prawidłowości obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych oraz zapewnienia zgodności wykonywania prawa głosu na WZA spółki publicznej z przepisami ustawy o ofercie publicznej.....	298
5.3.6.2.	Możliwość wytoczenia „prewencyjnego” powództwa w trybie art. 189 Kodeksu postępowania cywilnego o ustalenie „wątpliwego” prawa głosu akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji na WZA spółki publicznej.....	302
5.3.7.	Obserwowane problemy praktyczne.....	306
5.3.8.	Wnioski <i>de lege lata</i>	310
5.3.9.	Propozycje <i>de lege ferenda</i>	313

5.3.9.1.	Poddanie sporu na tle naruszenia obowiązków w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych i zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej pod fachowe rozstrzygnięcie w trybie przyspieszonym.....	313
5.3.9.1.1.	Poddanie sporu na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej pod rozstrzygnięcie Sądu Polubownego przy Komisji Nadzoru Finansowego.....	314
5.3.9.1.2.	Rozszerzenie kognicji Sądu Giełdowego.....	319
5.3.9.1.3.	Powołanie swoistego komitetu opiniodawczego przy Radzie Giełdy.....	323
5.3.9.1.4.	Utworzenie Sądu Rynku Finansowego.....	326
5.3.9.2.	Przyznanie kompetencji w zakresie rozstrzygnięcia sporu odnośnie naruszenia obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji i wyegzekwowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej w treści statutu spółki publicznej.....	332

Rozdział 6. Konsekwencje oddania głosu na WZA spółki publicznej przez akcjonariusza objętego zakazem z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.....336

6.1.	Uwagi wstępne.....	336
6.2.	Wynik głosowania i treść uchwały WZA spółki publicznej podjętej z udziałem głosów oddanych wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.....	338
6.2.1.	Obliczanie wyniku głosowania nad uchwałą WZA. Irrelevantność głosów oddanych z naruszeniem zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.....	338
6.2.2.	Obiektywna treść uchwały WZA	340
6.2.2.1.	Koncepcja określenia rzeczywistej treści (kierunku) uchwały WZA w drodze powództwa ustalającego w trybie art. 189 Kodeksu postępowania cywilnego.....	341
6.3.	Ważność i istnienie uchwały WZA spółki publicznej podjętej z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.....	345
6.3.1.	Stwierdzenie nieważności uchwały WZA w drodze powództwa z art. 425 § 1 Kodeksu spółek handlowych.....	346
6.3.1.1.	Uwagi ogólne.....	346

6.3.1.2.	Oddanie głosu wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, które nie miało wpływu na wynik głosowania i treść uchwały.....	352
6.3.1.3.	Oddanie głosu wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, które miało wpływ na wynik głosowania i treść uchwały.....	355
6.3.1.4.	Charakter prawny sankcji i wyroku na tle art. 425 § 1 Kodeksu spółek handlowych.....	358
6.3.1.4.1.	Doktryna i orzecznictwo Sądu Najwyższego.....	359
a.	sankcja bezwzględnej nieważności – wyrok deklaratoryjny.....	359
b.	sankcja nieważności <i>sui generis</i> – wyrok konstytutywny.....	366
6.3.1.4.2.	Konkluzje.....	376
6.3.2.	Uchwała nieważna w rozumieniu art. 425 § 1 Kodeksu spółek handlowych a uchwała „nieistniejąca”.....	381
6.3.3.	Nieważność uchwał WZA podjętych z naruszeniem zakazu wykonywania prawa głosu na tle regulacji szczegółowych.....	386
6.4.	Wnioski.....	389
Zakończenie.....		395
Bibliografia.....		412

Wykaz skrótów

Akty prawne

- Code de commerce*** - francuski kodeks *Code de Commerce, L'ordonnance* n° 2000-912 du 18 septembre 2000 *partie législative*, Le décret n° 2007-431 du 25 mars 2007 *partie réglementaire*, version consolidée au 7 novembre 2018
- Code monétaire et financier*** - francuski kodeks *Code monétaire et financier, L'ordonnance* n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 *partie législative*, Le décret n° 2005-1007 du 2 août 2005 *partie réglementaire*, version consolidée au 23 novembre 2018
- dyrektywa 2007/36/WE** - dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE 2007 L 184/ 17 ze zm.)
- dyrektywa 2013/50/UE** - dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz. Urz. UE 2013 L 294/13)
- dyrektywa o przejrzystości** - dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE 2004 L 390/38 ze zm.)
- dyrektywa prospektowa** - dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub

- dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającą dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE 2003 L 345/64 ze zm.)
- dyrektywa ws. ofert przejęcia** - dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 2 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE 2004 L 142/12 ze zm.)
- k.c.** - ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1025 ze zm.)
- k.h.** - rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy (Dz. U. z 1934 r. Nr 57, poz. 502 ze zm.)
- k.p.a.** - ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 2096 ze zm.)
- k.p.c.** - ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1360 ze zm.)
- k.s.h.** - ustawa z dnia 15 września 2001 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1577 ze zm.)
- Konstytucja RP** - Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483 ze zm.)
- p.p.o.p.w.** - ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.)
- p.p.o.p.w.f.p.** - ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (tekst jedn. Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.)
- prawo bankowe** - ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1876 ze zm.)
- prawo o notariacie** - ustawa z dnia 14 lutego 1991 r. – Prawo o notariacie (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 2291 ze zm.)
- prawo o ustroju sądów powszechnych** - ustawa z dnia 27 lipca 2001 r. – Prawo o ustroju sądów powszechnych (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 23 ze zm.)
- rozporządzenie o przymusowym wykupie** - rozporządzenie Ministra Finansów z 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu (Dz. U. z 2005 r., Nr 229, poz. 1948)

- rozporządzenie ws. nadużyć na rynku** - rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE 2014 L 173/1 ze zm.)
- rozporządzenie ws. wzorów wezwań** - rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz. U. z 2017 r., poz. 1748)
- TFUE** - Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej sporządzony w Rzymie dnia 25 marca 1957 r. (wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE 2012 C 326/47)
- u.o.k.i.k.** - ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 798 ze zm.)
- ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej** - ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 999 ze zm.)
- ustawa o funduszach inwestycyjnych** - ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1355 ze zm.)
- ustawa o KRS** - ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 986 ze zm.)
- ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym** - ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 621 ze zm.)
- ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym** - ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1417)
- ustawa o obrocie instrumentami finansowymi** - ustawa z dnia z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1768 ze zm.)
- ustawa o ofercie publicznej** - ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 512 ze zm.)

- ustawa o rachunkowości** - ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 395 ze zm.)
- Williams Act** - amerykańska ustawa z dnia 29 lipca 1968 r. – *An Act Providing for full disclosure of corporate equity ownership of securities under the Securities Exchange Act of 1934* (Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454)
- WpHG** - niemiecka ustawa z dnia 26 lipca 1994 r. *Gezets über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) (BGBl. Jahrgang 1998 Teil I, s. 2708 ze zm.)*
- WpÜG** - niemiecka ustawa z dnia 20 grudnia 2001 r. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) (BGBl. Jahrgang 2001 Teil I, s. 3822 ze zm.)*
- Regulaminy, zbiory zasad i inne**
- Dobre Praktyki** - Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016 uchwalone Uchwałą Nr 26/1413/2015 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2015 r. (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/dobre-praktyki> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]])
- Projekt nr UD144** - projekt nr UD144 z dnia 9 września 2014 r. ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych wraz z uzasadnieniem (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343/katalog/228388#228388> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]])
- Règlement général de l'AMF** - francuski *Règlement général de l'Authorité des marchés financiers en vigueur au 29 octobre 2018* (wersja aktualizowana według stanu na dzień 29 października 2018 r. dostępna *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.amf-france.org/eli/fr/aai/amf/rg/notes/fr.html> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]])
- Regulamin Giełdy** - Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przyjęty Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 4

stycznia 2006 r. ze zm. (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 30 kwietnia 2018 r., dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]

Regulamin Rady Giełdy

- Regulamin Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. uchwalony Uchwałą Nr 9/1564/2018 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 19 lutego 2018 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]

Regulamin Sądu Giełdowego

- Regulamin Sądu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. uchwalony przez Sąd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/pub/GPW/pdf/RegulaminSadGieldowy.pdf> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]

Regulamin Sądu Polubownego przy KNF

- Regulamin Sądu Polubownego przy Komisji Nadzoru Finansowego uchwalony Uchwałą Nr 61/2016 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 19 stycznia 2016 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Regulamin_Sadu_44432.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]

Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego

- Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP uchwalone Uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 17 października 2012 r. ze zm. (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 5 października 2018 r., dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]

Dzienniki urzędowe

Dz. U.

- Dziennik Ustaw

Dz. Urz.

- Dziennik Urzędowy

Czasopisma i zbiory orzecznictwa

BB	- Betriebs-Berater
BSN	- Biuletyn Sądu Najwyższego
DB	- Der Betrieb
HUK	- Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego
Mon. Praw.	- Monitor Prawniczy
MPB	- Monitor Prawa Bankowego
MPH	- Monitor Prawa Handlowego
NRK	- Nasz Rynek Kapitałowy
NZG	- Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ONSAiWSA	- Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego i Wojewódzkich Sądów Administracyjnych
OSNC	- Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna
OSNP	- Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Pracy, Ubezpieczeń Społecznych i Spraw Publicznych
OSP	- Orzecznictwo Sądów Polskich
OSPiKA	- Orzecznictwo Sądów Polskich i Komisji Arbitrażowych
OTK	- Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego
PiP	- Państwo i Prawo
PPH	- Przegląd Prawa Handlowego
PPW	- Prawo Papierów Wartościowych
Pr. Spółek	- Prawo Spółek
Prz. Corp. Govern.	- Przegląd Corporate Governance
Prz. Leg.	- Przegląd Legislacyjny
Prz. Sąd.	- Przegląd Sądowy
Prz. Sejm.	- Przegląd Sejmowy
PUG	- Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RP	- Radca Prawny
RPEiS	- Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
RTD Com.	- Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique
TPP	- Transformacje Prawa Prywatnego
Zb. Orz. ETS	- Zbiór Orzecznictwa Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości
ZIP	- Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inne

<i>L'AMF</i>	- <i>l'Authorité des marchés financiers</i>
ASO	- Alternatywny System Obrotu
ESPI	- Elektroniczny System Przekazywania Informacji
ETS	- Europejski Trybunał Sprawiedliwości
GPW	- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
ISWS	- Informator Statystyczny Wymiaru Sprawiedliwości
KDPW	- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
KNF	- Komisja Nadzoru Finansowego
KPWiG	- Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
KRS	- Krajowy Rejestr Sądowy
NSA	- Naczelny Sąd Administracyjny
<i>NYSE</i>	- <i>New York Stock Exchange</i>
RCL	- Rządowe Centrum Legislacji
SA	- Sąd Apelacyjny
<i>SEC</i>	- <i>Securities and Exchange Commission</i>
SN	- Sąd Najwyższy
SIP LEX	- System Informacji Prawnej LEX
TK	- Trybunał Konstytucyjny
UE	- Unia Europejska
UKNF	- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
UOKiK	- Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów
USA	- Stany Zjednoczone Ameryki
WSA	- Wojewódzki Sąd Administracyjny
WZA	- walne zgromadzenie akcjonariuszy

Wprowadzenie

Rynek giełdowy stanowi podstawowy element każdego nowoczesnego systemu gospodarczego. Obrót instrumentami finansowymi w obrębie tego rynku determinuje siłę ekonomiczną gospodarki, a jego efektywność przyczynia się w dużej mierze do jej ogólnego rozwoju. Dzięki skutecznie funkcjonującemu rynkowi giełdowemu wzrastają szanse, że dynamika, płynność czy kierunki rozwoju gospodarczego będą optymalne. Z kolei nieprawidłowo działający rynek giełdowy, o chwiejnej podaży instrumentów finansowych i zaburzonym popycie na nie, zorganizowany w oderwaniu od naturalnych zjawisk i specyfiki swego obrotu może dość łatwo destabilizować otoczenie gospodarcze, a w konsekwencji stanowić załamek poważnego kryzysu ekonomicznego.

Jakkolwiek polski system finansowy polega na modelu zorientowanym na sektor bankowy, a rodzimy rynek giełdowy pozostaje wciąż w trakcie rozwoju¹, to wspomniane wyżej zależności są jak najbardziej aktualne w odniesieniu do warszawskiej giełdy papierów wartościowych oraz naszej rzeczywistości gospodarczej.² Sprawny rynek giełdowy oznacza bowiem swoistą wartość dodaną dla każdego systemu gospodarczego – niezależnie od tego jaki jest jego realny udział w takim systemie, wpływ na PKB, czy bieżący poziom rozwoju. Przede wszystkim dlatego jest tak ważne, aby wszelkie standardy odnoszące się do rynku giełdowego były możliwie najbardziej wyważone, jasne i dostosowane do potrzeb wynikających z praktyki obrotu.

Szczególną funkcję w tym zakresie pełnią regulacje normatywne, które mają za zadanie dyscyplinować obrót na rynku giełdowym. Muszą one zarazem podążać za ciągłą ewolucją tego rynku oraz nie mogą pozbawiać go atrybutu ekonomicznej atrakcyjności – tak z punktu widzenia inwestorów nakierowanych na zysk, jak również emitentów chcących pozyskać jak najtańszy kapitał w oparciu o instytucje rynku giełdowego.³ Regulacje kreujące ramy prawne rynku giełdowego muszą więc stanowić instrument stwarzający

¹ Należy jednak zwrócić uwagę, że zgodnie z najnowszą klasyfikacją globalnej agencji ratingowej FTSE Russell od dnia 24 września 2018 r. Polska należy do grona rynków rozwiniętych (ang. *developed markets*) – zob. szerzej komunikat FTSE Russell z dnia 7 września 2018 r. pt. „Poland – Developed Market Status (FTSE RAFI™ Index Series)” dostępny na oficjalnej stronie internetowej FTSE Russell pod adresem: <https://www.ftse.com/products/index-notice/home/getnotice/?id=2590013>. Por. także komunikat GPW z dnia 27 września 2018 r. pt. „Polska w gronie 25-ciu najbardziej rozwiniętych rynków świata” dostępny na stronie internetowej GPW pod adresem: https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107464&title=Awans+Polski+do+grona+rynk%C3%B3w+rozwi%C4%99tych. Wszystkie dane adresowe według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.

² Zob. W. Nawrot, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Warszawa 2008, s. 177-184.

³ R. Pastusiak, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. Operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, Warszawa 2010, s. 13 i nast.

najkorzystniejsze, kompromisowe warunki dla efektywnego ekonomicznie funkcjonowania tego rynku. Oznacza to co najmniej, że regulacje te, z jednej strony, mają odpowiadać potrzebie ochrony nieprofesjonalnych inwestorów, tj. gwarantować takim inwestorom minimalny poziom zabezpieczenia ich praw i interesów, a także transparentności w zakresie dostępu do informacji i możliwości wycofania się z inwestycji, zaś, z drugiej strony, nie mogą reglamentować obrotu na rynku giełdowym w sposób nadmiernie represyjny, tj. ograniczać fundamentalnych swobód transakcyjnych lub przewidywać nieproporcjonalnie dolegliwych i niezrozumiałych sankcji za ewentualne naruszenia obowiązujących przepisów. Choć ustanowienie pożądanych – wyważonych ram normatywnych rynku giełdowego jest, jak pokazuje praktyka ostatniego dwudziestopięciolecia polskiej giełdy papierów wartościowych, niezwykle skomplikowanym zadaniem, to dążenie do osiągnięcia zadowalającego stanu regulacji w tym zakresie powinno być nieustannym priorytetem prawodawcy. W przeciwnym razie albo drobni inwestorzy stracą zaufanie do ryzykownie ukształtowanego rynku giełdowego, albo inwestowanie na przeregulowanym rynku giełdowym przestanie być rentowne dla wytrawnych graczy giełdowych oczekujących ponadprzeciętnych stóp zwrotu – w każdym razie ujemne skutki tego poniosą emitenci poszukujący kapitału w oparciu o mechanizmy rynku giełdowego. W konsekwencji ewentualnej niespójności regulacji normatywnych ze specyfiką rynku giełdowego, ów rynek nie będzie zachęcał do zaangażowania finansowego, w następstwie czego jego efektywność ekonomiczna oraz alokacyjna mogą ulec marginalizacji. To z kolei doprowadzić może do zahamowania ogólnego wzrostu gospodarczego. Uniwersalnie skonstruowane regulacje prawne w obszarze rynku giełdowego, adekwatne do realiów obrotu i potrzeb jego uczestników, dające zarazem gwarancje bezpieczeństwa, przejrzystości i płynności tego rynku, wyposażone w proporcjonalne i precyzyjnie określone mechanizmy sankcyjne – stanowią zatem bardzo ważną przesłankę stabilności i ogólnego znaczenia ekonomicznego rynku giełdowego na tle całego systemu gospodarczego, a tym samym są jedną z głównych determinant także i jego dalszego rozwoju.⁴

Pośród regulacji normatywnych, które charakteryzują się rzeczywiście niebagatelnym znaczeniem dla prawidłowego funkcjonowania rynku giełdowego wyróżnić można m.in. następujące instytucje prawne: dematerializację papierów wartościowych i obrotu nimi, specjalny reżim obowiązków informacyjnych emitentów, szczególne obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych, w tym wymogi w zakresie ogłaszania tzw.

⁴ *Ibidem*, s. 84 oraz 133.

wezwań na akcje, odmienny niż w ustawie z dnia 15 września 2001 r. – Kodeks spółek handlowych⁵ tryb zwoływania i organizacji WZA spółek publicznych, *squeeze out* i *sell out*, czy, w końcu, możliwość powołania w spółce publicznej rewidenta ds. szczególnych. Zadaniem wszystkich wymienionych mechanizmów prawnych jest oczywiście budowa wspólnego podłoża organizacyjnego dla rynku giełdowego, które zapobiegać ma negatywnym zjawiskom, chronić inwestorów oraz wzmacniać równowagę, uczciwą konkurencję i efektywny przepływ kapitału na tym rynku.⁶ W rzeczywistości, niestety, znamienita część tych fundamentalnych regulacji normatywnych budzi kontrowersje, powodując, że przy ich stosowaniu pojawiają się niepotrzebne wątpliwości interpretacyjne, które rozwiązywać muszą w praktyce *ad casum* sami uczestnicy obrotu giełdowego. W szczególności, problematyczne wydają się być regulacje kreujące wymogi związane z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a, w tym, przepisy normujące konsekwencje naruszeń tych wymogów, które sprawiają wrażenie niejasnych i częstokroć wyjątkowo rygorystycznych.

Uregulowany w rozdziale 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁷ obrót znacznymi pakietami akcji spółek publicznych stanowi niezwykle ważną płaszczyznę funkcjonowania naszego rynku giełdowego. Świadczy o tym m.in. fakt, że w rezultacie zaistniałych w Polsce przemian ustrojowych i obranych w związku z nimi kierunków procesów prywatyzacyjnych, znaczna większość spółek publicznych notowanych na warszawskim parkiecie charakteryzuje się skoncentrowanym akcjonariatem.⁸ Oznacza to, że w praktyce polskich spółek publicznych najczęściej jeden inwestor, samodzielnie lub niekiedy w porozumieniu z kilkoma innymi podmiotami, pozostaje w posiadaniu znacznego pakietu akcji – pakietu kontrolnego. Sytuacja taka powoduje z kolei, że rozmaite czynności podejmowane lub planowane przez takiego inwestora, w tym transakcje przez niego dokonywane – mające za przedmiot ów pakiet kontrolny bądź jego określony fragment – odbywają się co do zasady w ramach obrotu znacznymi pakietami akcji, a tym samym w trybie, który powinien odpowiadać kształtującym ten obrót standardom prawnym. Stosowanie instrumentów obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych jest zatem rzeczywiście częstym zjawiskiem na naszym rynku giełdowym, a co za tym idzie prawidłowa

⁵ Tekst jedn. Dz. U. z 2017 r. poz. 1577 ze zm. Dalej jako „k.s.h.”.

⁶ Zob. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2017, s. 256 i nast.

⁷ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 512 ze zm. – dalej jako „ustawa o ofercie publicznej”.

⁸ Por. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz Lex*, Warszawa 2014, s. 421, J. J. Zięty, *Uprawnienia akcjonariuszy polskich spółek publicznych w świetle dyrektywy 2007/36/WE*, Warszawa 2015, s. 152-157; a także J. Napierała, T. Sójka (w:) A. Koch, J. Napierała (red.), *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2017, s. 430.

– skuteczna eksploatacja mechanizmów prawnych z nimi związanych ma niebagatelne znaczenie dla przejrzystej i efektywnej ekonomicznie gry rynkowej.

Nie ulega jednak wątpliwości, że prawidłowe stosowanie jakichkolwiek mechanizmów prawnych jest możliwe jedynie wtedy, kiedy pozwala na to konstrukcja i treść poświęconych im regulacji normatywnych. Powinny być one, w szczególności, adekwatne do realiów rynkowych, zrozumiałe, spójne w ujęciu systemowym, precyzyjne i wyczerpujące merytorycznie. Z jednej strony, unormowania dotyczące obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych powinny więc zachęcać inwestorów do lokowania znaczącego kapitału w walory podmiotu notowanego na giełdzie – poprzez przyznanie im jak najdalej idących swobód dokonywania transakcji oraz brak represyjnych ograniczeń i nazbyt dolegliwych (czy jurydycznie wątpliwych) sankcji za ewentualne uchybienia. Z drugiej strony powinny one także gwarantować dotychczasowym akcjonariuszom (mniejszościowym) spółki publicznej minimalny poziom bezpieczeństwa i ochrony ich interesów – poprzez zapewnienie transparentnego dostępu do informacji o transakcjach mających za przedmiot znaczne pakiety akcji spółki, w której uczestniczą oraz, przede wszystkim, umożliwienie im wyjścia ze spółki na równych zasadach i za uczciwą cenę, w przypadku zmajoryzowania spółki przez innego inwestora lub grupę inwestorów. Niestety, walorów tych nie można przypisać obecnym przepisom dotyczącym powinności akcjonariuszy w sferze zmian stanu posiadania w spółce publicznej, a w szczególności, przepisom określającym sankcję korporacyjnoprawną grożącą za uchybienie tymże obowiązkom (art. 89 ustawy o ofercie publicznej).

Coraz głośniejszy sygnalizowany (i krytykowany) przez środowisko rynku giełdowego jest brak uniwersalnego i przejrzystego ustanowionego mechanizmu kontroli i oceny poprawności procesów nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych.⁹ Jak pokazuje praktyka, wciąż niejasny dla rynku giełdowego, w tym dla najbardziej zainteresowanych, tj. kapitałodawców, pozostaje zakres, charakter prawny oraz sposób egzekwowania (w praktyce) najbardziej dolegliwej spośród sankcji stanowiących następstwo uchybienia obowiązkom związanym z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a mianowicie korporacyjnoprawnej sankcji polegającej na utracie prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji takiej spółki.¹⁰ Przepisy ustawowe nie zawierają

⁹ Zob. np. relację z dyskusji „*Kto i na jakich zasadach może (ma prawo) decydować o obecności lub liczbie głosów akcjonariusza na WZ?*”, która odbyła się w dniu 10 września 2013 r. w gmachu GPW – relację opublikowano w *Prz. Corp. Govern.* 2013, Nr 3 (35), s. 3 i nast. (relacja dostępna *on-line* do pobrania na stronie internetowej GPW pod adresem: <https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw> [dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.]).

¹⁰ Zob. np. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 1)*, *Pr. Spółek* 2010, Nr 3, s. 24; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s.

wyczerpujących unormowań w tej materii i rodzą poważne wątpliwości, z którymi – w obliczu nieprawidłowości w nabywaniu znacznego pakietu akcji w spółce publicznej – mierzyć muszą się w praktyce podczas WZA zainteresowani akcjonariusze, zarząd spółki czy przewodniczący WZA.

Istotny problem badawczy polega zatem na tym, iż aktualnie obowiązujące standardy prawne w zakresie obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych, a przede wszystkim, przepisy ustawowe stanowiące o sankcji utraty prawa głosu z akcji za naruszenie tych standardów, pozostają w dużej mierze niedoskonałe i niezupełne. Ustawodawca obciążył bowiem nabywców znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych licznymi (i skomplikowanymi) obowiązkami, jak powinność zawiadamiania o zmianach stanu posiadania, wymóg ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w związku z przekroczeniem wskazanych w ustawie progów ogólnej liczby głosów w tej spółce, bądź konieczność proponowania i zapłaty adresatom wezwania ściśle określonej ceny (nie niższej niż minimum ustalone według przepisów ustawowych) za akcje będące przedmiotem wezwania – zarazem milcząc na temat środków kontroli i oceny wypełniania tych obowiązków. Z kolei na skutek uchybienia tym obowiązkom, ustawodawca przewidział wobec nabywców znacznych pakietów akcji korporacyjnoprawną sankcję w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych przez nich akcji spółki publicznej, natomiast nie określił ani trybu, ani zasad stwierdzania zastosowania tejże sankcji, ani skutków prawnych jej zlekceważenia przy podejmowaniu uchwały WZA spółki publicznej (obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą).

Ustanowione w sposób niespójny przepisy prawa (a w zasadzie ich częściowy brak) powodują, że w konsekwencji naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji *de lege lata* możliwe wydają się rozmaite rozwiązania, przy czym żadne z nich nie jest rzeczywiście uniwersalne i jasne. W rezultacie ani organy spółek publicznych, ani ich akcjonariusze *de facto* nie wiedzą jak należy zachować się w obliczu powzięcia informacji o ziszczeniu się przesłanek uruchomienia sankcji polegającej na częściowym lub całkowitym odebraniu prawa głosu z akcji. Sytuacja komplikuje się, rzecz jasna, jeszcze bardziej wtedy, gdy informacje takie ujawniają się tuż przed otwarciem WZA lub w trakcie jego obrad. Ów stan niepewności prawnej jest nie tylko kontrowersyjny teoretycznie, ale, przede wszystkim, niepożądany z punktu widzenia bezpieczeństwa stosunków korporacyjnoprawnych panujących w spółce publicznej oraz pewności statusu prawnego zarówno nabywców

577 i nast. oraz S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. 3. wydanie, Warszawa 2018, s. 292.

znaczących pakietów jej akcji jak i pozostałych jej akcjonariuszy (mniejszościowych). Posiadanie lub nieposiadanie przez danego akcjonariusza prawa głosu z określonej liczby akcji na WZA wpływa bowiem zarówno na jego pozycję w akcjonariacie oraz udział w ogólnej liczbie głosów, jak i na (proporcjonalny) wzrost lub spadek znaczenia (siły) oraz udziału pozostałych akcjonariuszy w spółce. W końcu, aktualny stan prawny rodzi również niebezpieczeństwo jeżeli chodzi o prawidłową organizację i funkcjonowanie spółek publicznych w obrocie prawnym, na co przecież władanie znaczącym pakietem akcji odpowiednio się przekłada. O ile bowiem *de iure* głosów oddanych z takiego pakietu akcji wbrew zakazowi nie bierze się pod uwagę przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA, to *de facto* dopóty, dopóki uchwała, nad której podjęciem akcjonariusz zagłosował wbrew zakazowi (wpływając zarazem na jej kierunek) nie zostanie poddana sądowej kontroli, spółka giełdowa może funkcjonować w obrocie prawnym na podstawie wadliwej decyzji jej organu właścicielskiego. Konsekwencje gospodarcze takiego stanu rzeczy mogą zaś okazać się praktycznie (ekonomicznie) nieodwracalne.

Opisaną problematykę znamionują najpełniej następujące pytania badawcze, na które odpowiedzi pozostają otwarte, a podejmowane dotychczas próby ich udzielenia nie ugruntowały jednolitego i uniwersalnego kierunku, nie dając tym samym ustawodawcy wymiernego impulsu do sprecyzowania obowiązującego prawa w wątpliwym zakresie: (i) czy ograniczenia jakie prawo nakłada na inwestorów nabywających znaczne pakiety akcji w spółkach publicznych nie są zbyt rygorystyczne z punktu widzenia fundamentalnych zasad – swobód prawa cywilnego, jak swoboda umów lub swoboda obrotu prawami majątkowymi?; (ii) czy sankcja utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich akcji spółki publicznej za naruszenie wymogów związanych z obrotem znaczącymi ilościami takich akcji jest współmierna do funkcji i celów prawa w tym zakresie?; (iii) czy sankcja polegająca na zakazie wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej posiadanych przez nabywcę znacznego pakietu akcji (także z tych wcześniej prawidłowo przez niego nabytych) jest zgodna z unijną dyrektywą proporcjonalności („*proportionate*”)?; (iv) czy pozbawienie nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej prawa głosu w całkowitym wymiarze, tj. ze wszystkich posiadanych przez niego akcji tej spółki, czyli również prawa głosu przysługującego mu z poprawnie nabytych wcześniej akcji, w sytuacji naruszenia obowiązków odnoszących się wyłącznie do części nabytych akcji spółki publicznej, jest zgodne z demokratyczną zasadą ochrony praw nabytych, a tym samym jest konstytucyjne?; (v) co oznacza z punktu widzenia statusu prawnego i uprawnień korporacyjnych akcjonariusza ów zakaz wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych

przez niego akcji spółki publicznej?; (vi) jaka jest relacja sankcji utraty prawa głosu z akcji spółki publicznej w stosunku do pozostałych uprawnień korporacyjnych przysługujących akcjonariuszowi w spółce publicznej – jak sankcja ta wpływa na ich wykonywanie?; (vii) czy zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej stanowi permanentny (nieodwoławalny) skutek naruszenia wymogów dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych, czy, alternatywnie, istnieje możliwość jego cofnięcia w przypadku późniejszej sanacji stanu naruszenia?; (viii) kto jest kompetentny do nadzorowania i oceny prawidłowości procesów nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych, a co za tym idzie, kto i kiedy – w razie ujawnienia stosownych dowodów – dysponuje środkami umożliwiającymi stwierdzenie naruszenia wymogów w tym zakresie i rozstrzygnięcie o zastosowaniu sankcji pozbawiającej prawa głosu z akcji spółki publicznej będącej konsekwencją tego naruszenia?; (ix) jak mają zachować się organy spółki publicznej, przewodniczący WZA, notariusz, sami akcjonariusze tej spółki, bądź Komisja Nadzoru Finansowego w obliczu powzięcia – przed rozpoczęciem WZA lub w trakcie jego obrad – wiadomości uzasadniającej zastosowanie wobec danego akcjonariusza sankcji zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych przez niego akcji spółki publicznej?; (x) czy i, ewentualnie w jakim trybie, przysługuje organom spółki lub innym zainteresowanym podmiotom, a, w szczególności, samemu akcjonariuszowi, który ma wątpliwości co do tego czy poprawnie wykonał spoczywające na nim obowiązki w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, możliwość uprzedniego ustalenia czy prawo głosu z danej części lub ze wszystkich akcji ów akcjonariusz może wykonywać, czy, przeciwnie, prawo to na skutek ujawnionych uchybień utracił?; (xi) jakie są konsekwencje oddania i uwzględnienia w wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki publicznej głosów z akcji „ubezględnionych” w skutek ich nabycia wbrew obowiązkowi dotyczącym obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych?; (xii) czy uchwała WZA spółki publicznej podjęta przy udziale głosów z akcji objętych sankcją zakazu wykonywania prawa głosu pozostaje ważna, a, wobec tego, że głosów tych *ex lege* nie uwzględnia się przy obliczaniu wyniku głosowania, jaki jest tzw. „obiektywny” kształt tej uchwały?; (xiii) kto ma legitymację do ustalenia prawidłowej treści uchwały WZA spółki publicznej, która podjęta została z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi – czy dopuszczalne jest zbadanie treści takiej uchwały w trybie sądowego powództwa o ustalenie?; (xiv) czy w obecnym stanie prawnym istnieje w ogóle procedura umożliwiająca w praktyce efektywne i bezsporne zastosowanie korporacyjnoprawnej sankcji pozbawienia prawa głosu z części lub z całości akcji w spółce publicznej na skutek naruszenia obowiązków dotyczących obrotu

znacznymi pakietami tych akcji, czy dla „uskutecznienia” egzekucji tej sankcji konieczna jest konkretna zmiana (uzupełnienie) obowiązujących przepisów prawa?

Zasadniczym celem niniejszej rozprawy jest odnalezienie odpowiedzi na postawione wyżej pytania, w szczególności, poprzez: stopniową identyfikację poszczególnych wymogów obciążających nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych; opis możliwych przypadków naruszeń tych wymogów; kompleksową analizę ustawowej sankcji utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej i ocenę konsekwencji uruchomienia tej sankcji; zbadanie zasad organizacji i przeprowadzania WZA spółki publicznej przez pryzmat kontroli wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza, jak również możliwości i sposobów pozbawienia go tego prawa; a także weryfikację uprawnień poszczególnych podmiotów, organów, funkcjonariuszy lub instytucji uczestniczących w przygotowaniu i przeprowadzaniu WZA spółki publicznej oraz w jej bieżącym funkcjonowaniu i nadzorze nad nim – w kontekście możliwości efektywnego zastosowania wobec akcjonariusza sankcji pozbawienia prawa głosu; oraz szczegółowe omówienie przypadków polegających na naruszeniu analizowanej sankcji korporacyjnoprawnej, tj. na bezprawnym głosowaniu nad uchwałą WZA przez akcjonariusza objętego zakazem wykonywania prawa głosu oraz na uwzględnieniu bezprawnie oddanych głosów przy obliczeniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki publicznej, w kontekście konsekwencji prawnych takiego naruszenia i potencjalnych instrumentów jurystycznych ochrony przed jego ujemnymi aspektami. Założeniem dodatkowo przyświecającym wszelkim zmaganiom zmierzającym do osiągnięcia wskazanego celu naukowego jest zamiar opublikowania tejże rozprawy w przyszłości w formie opracowania książkowego, a przeto jej praktyczna użyteczność nie tylko dla przedstawicieli zawodów prawniczych, ale przede wszystkim dla uczestników transakcji na rynku giełdowym – „ludzi biznesu” operujących znacznymi pakietami akcji w spółkach publicznych.

Wyznaczony cel naukowy, a w szczególności, obserwowane problemy empiryczne na tle obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych oraz przemyślenia na temat obowiązków dotyczących tego rodzaju obrotu i skutków ich naruszeń, a także dogłębne studia nad literaturą przedmiotu dały asumpt do sformułowania wiodącej tezy badawczej dysertacji, w myśl której regulacja sankcji polegającej na pozbawieniu akcjonariusza spółki publicznej prawa głosu z części lub ze wszystkich należących do niego akcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej, zagraża stabilności stosunków korporacyjnoprawnych obowiązujących w spółce publicznej oraz bezpieczeństwu prowadzonego przez tę spółkę

obrotu prawnego.¹¹ Słuszność postawionej tezy badawczej ma dodatkowo wzmocnić weryfikacja kolejnych hipotez badawczych ściśle korespondujących z analizowaną problematyką skutków korporacyjnoprawnych naruszenia powinności nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Mianowicie, w toku wywodów prowadzonych na przestrzeni całej pracy, następujące założone hipotezy poddane zostaną sprawdzeniu: (i) hipoteza głosząca, iż w obecnym stanie prawnym skuteczne egzekwowanie sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w skutek uchybienia poszczególnym obowiązkom związanym z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych jest *de facto* niemożliwe; (ii) hipoteza stwierdzająca, iż wobec braku uniwersalnych mechanizmów ustawowych stosowania sankcji utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w następstwie ujawnienia naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji w spółkach publicznych żaden podmiot, funkcjonariusz ani organ spółki lub instytucji nadzoru nie jest obecnie kompetentny do stwierdzenia ww. naruszeń i zastosowania tej sankcji ani przed, ani w trakcie obrad WZA spółki publicznej; (iii) hipoteza stanowiąca, iż wobec braku precyzyjnie określonej normy kompetencyjnej w zakresie stwierdzenia zaistnienia przesłanek sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej oraz jej „wyegzekwowania” nie jest dopuszczalne uznanie takiej kompetencji na rzecz jakiegokolwiek podmiotu, funkcjonariusza ani organu spółki lub instytucji nadzoru, ani tym bardziej wyposażenie w taką kompetencję jakiegokolwiek podmiotu, funkcjonariusza ani organu spółki lub instytucji nadzoru w drodze domniemania albo w rezultacie stosowania wykładni prawa bądź poszczególnych wnioskowań prawnych; (iv) hipoteza stwierdzająca, iż wobec tego, że treść sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej będącej następstwem uchybienia obowiązkowi dotyczącym nabywania znacznych ilości akcji spółek publicznych ingeruje w prawa podmiotowe ucieleśnione w akcji, a każdy, także hipotetycznie przyjęty na tle obowiązujących regulacji, sposób lub tryb doraźnego zastosowania (stwierdzenia) tej sankcji stanowi nadużycie kompetencji, naruszenie praw podmiotowych akcjonariusza lub grozi destabilizacją stosunków korporacyjnoprawnych w

¹¹ Warto zwrócić uwagę, że postawiona teza badawcza dotyczy materii szczególnie doniosłej z punktu widzenia założeń współczesnego prawa rynku giełdowego, a mianowicie bezpieczeństwa obrotu. Ochrona niezaprzeczalnej wartości jaką jest bezpieczeństwo obrotu stanowi bowiem obecnie podstawowe *ratio legis* stojące, co do zasady, u podstaw wszelkich instytucji prawnych obowiązujących na rynku giełdowym. „Pojęcie bezpieczeństwa obrotu jest w skali światowej wiodącym i wyeksponowanym kierunkiem ewolucji szczegółowych rozwiązań prawa giełdowego oraz wyraźnie zaakcentowaną *ratio legis* (zwerbalizowanym *Leitmotiv* legislacyjnym).” – zob. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 113.

spółce publicznej, istnieje zasadna potrzeba ingerencji ustawodawcy, która umożliwi efektywne stwierdzenie czy przedmiotowa sankcja ma w danej sytuacji zastosowanie, czy też nie; (v) hipoteza stanowiąca, że możliwe jest – w razie powzięcia wątpliwości co tego czy doszło do naruszenia obowiązków w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych a w rezultacie do ewentualnej utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej – „prewencyjne” ustalenie przez spółkę publiczną lub przez zainteresowanego akcjonariusza, w trybie powództwa o ustalenie, czy prawo głosu z posiadanych akcji akcjonariusz ten może wykonywać, czy nie, a jeżeli tak, to w jakim zakresie; (vi) hipoteza głosząca, że *de lege lata* wyłączną kognicję w zakresie stwierdzenia przesłanek i „wyegzekwowania” sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej przypisać należy sądowi, natomiast rozwiązanie to, ze względu na powszechnie znaną długotrwałość postępowań sądowych, nie odpowiada potrzebom praktycznym w tym zakresie – zagraża bezpieczeństwu stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz pewności obrotu prawnego dokonywanego na mocy uchwał WZA spółki publicznej podjętych z ewentualnym udziałem głosów oddanych wbrew zakazowi bądź podjętych w wyniku niesłusznego wykluczenia głosów oddanych zgodnie z prawem, a także opóźnia i dezorganizuje funkcjonowanie spółek publicznych; (vii) hipoteza, wedle której w obecnym kształcie sankcja utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w skutek naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych nie stanowi skutecznego mechanizmu egzekwowania prawa w tym zakresie, a tym samym nie odpowiada zasadzie efektywności (franc. *effet utile*) wykonywania prawa unijnego; (viii) hipoteza stanowiąca, że jeżeli sankcja polegająca na zakazie wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej w konsekwencji naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych ma stanowić skuteczny i dający się „wyegzekwować” w praktyce mechanizm represyjny, istnieje potrzeba uzupełnienia przez ustawodawcę obowiązujących regulacji poprzez wprowadzenie do porządku prawnego uniwersalnej procedury kontroli prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych oraz precyzyjnego trybu oceny ewentualnych naruszeń prawa w tym zakresie a, w razie ich stwierdzenia, ścisłych reguł i kompetencji do zastosowania (egzekucji) przedmiotowej sankcji pozbawienia prawa głosu; (ix) hipoteza stwierdzająca, że w ramach postulowanej powyżej inicjatywy legislacyjnej mającej na celu usunięcie aktualnych problemów związanych ze stwierdzeniem, zastosowaniem i egzekwowaniem sankcji polegającej na pozbawieniu prawa głosu z części lub całości akcji

spółki publicznej w rezultacie naruszenia obowiązków w sferze obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych, słuszne wydaje się rozważanie w najbliższej przyszłości propozycji wprowadzenia do porządku polskiego prawa rynku giełdowego następujących zmian – rozwiązań prawnych (postulaty *de lege ferenda*): a) zobowiązanie akcjonariuszy spółek publicznych, których akcje notowane są na rynku regulowanym, tychże spółek lub zarządów tychże spółek do poddawania wszelkich sporów na tle potencjalnego naruszenia przez akcjonariuszy obowiązków w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji tychże spółek oraz związanego z tym naruszeniem zastosowania korporacyjnoprawnej sankcji pozbawienia ich prawa głosu z części lub całości posiadanych akcji pod doraźne rozstrzygnięcie Sądu Polubownego przy KNF lub Sądu Giełdowego, na mocy stosownych postanowień statutowych, które winny stanowić odtąd obligatoryjny element statutu każdej spółki publicznej, lub na mocy odpowiednich postanowień Regulaminu Giełdy, danego Sądu, lub też na mocy umowy zawartej z GPW – warunkującej dopuszczenie akcji spółki publicznej do obrotu na rynku regulowanym, lub na mocy właściwego przepisu ustawowego, przy czym zapadłe rozstrzygnięcia na tle tych sporów, niezależnie od postaci rozstrzygnięcia, byłyby skuteczne w wymiarze horyzontalnym i natychmiastowo wykonalne – w celu zapewnienia szybkości oraz pewności obrotu gospodarczego uzależnionego od kierunku (treści) tychże rozstrzygnięć; b) w związku z powyższym, wyposażyć, odpowiednio, Sąd Polubownego przy KNF lub Sąd Giełdowego w wyraźne właściwości do wydawania rozstrzygnięć w trybie przyspieszonym w sprawach dotyczących zastosowania i egzekwowania sankcji utraty prawa głosu z części lub z całości akcji spółek publicznych wskutek naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji takich spółek, a także precyzyjne określenie zasad przyspieszonego postępowania (w formule elektronicznej) przed tymi Sądami oraz wydawania przez nie rozstrzygnięć w ww. sprawach, na podstawie stosownych klauzul statutowych, postanowień umowy bądź postanowień regulaminów, sformułowanych zgodnie z wymogami zapisu na sąd polubowny, o którym mowa w ustawie z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego¹², lub na podstawie szczególnego przepisu ustawowego; c) powołanie do życia nowego, niezależnego komitetu przy Radzie Giełdy, w szeregach którego zasiadali by wyłącznie wybitni specjaliści z dziedziny obrotu instrumentami finansowymi oraz prawa rynku kapitałowego, a którego wyłącznym zadaniem – zgodnie z postanowieniami Regulaminu Giełdy – byłoby wydawanie, na wniosek spółki publicznej lub jej akcjonariusza, fachowych opinii indywidualnych w sprawach dotyczących nabywania znacznych pakietów

¹² Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1360 ze zm., dalej także jako „k.p.c.”.

akcji spółek publicznych, w tym w sprawach mających za przedmiot ocenę ewentualnego naruszenia obowiązków w tej sferze oraz zastosowanie sankcji korporacyjnoprawnej; d) utworzenie Sądu Rynku Kapitałowego lub, szerzej, Sądu Rynku Finansowego, w którym funkcje sędziów pełniłoby wyłącznie sędziowie – specjaliści z dziedziny prawa rynku kapitałowego (lub finansowego) oraz wprowadzenie właściwych dla takiego sądu przepisów proceduralnych, na podstawie których przysługiwałaby mu wyłączna kognicja do rozstrzygnięcia sporów, zarówno w sprawach cywilnych, jak i administracyjnych, powstałych na tle regulacji poświęconych organizacji i funkcjonowaniu rynku kapitałowego (lub finansowego), zawartych m.in. w ustawie o ofercie publicznej, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym czy ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym. W szczególności, Sąd Rynku Finansowego powinien rozstrzygać, w określonym terminie, czyli np. nie później niż do dnia najbliższego posiedzenia WZA spółki publicznej, czy i w jakim zakresie sankcja w postaci utraty prawa głosu z akcji ma w danych okolicznościach zastosowanie.

Osiągnięciu celu naukowego rozprawy, a tym samym udowodnieniu określonej zasadniczej tezy badawczej dysertacji służyć ma właściwie przyjęta metodologia badawcza.¹³ Przede wszystkim, podstawową metodę badawczą zastosowaną na potrzeby tejże pracy stanowi głęboka i stopniowa analiza dogmatyczna polskiego prawodawstwa w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Przyjętą główną metodę badań w postaci dogmatycznej analizy obowiązującego prawa w ramach związanych z tematem rozprawy uzupełniać ma, w zakresie niezbędnym dla osiągnięcia jej naukowego celu i wykazania poszczególnych tez badawczych, punktowa analiza o charakterze prawno-porównawczym (komparastyka prawnicza). Polegać ma ona przede wszystkim na odnalezieniu podobieństw i różnic pomiędzy polskimi rozwiązaniami badanej tematyki, a figurami funkcjonującymi w obcych porządkach prawnych (w celach komparatystycznych wybrano odpowiednie unormowania prawa niemieckiego, francuskiego oraz amerykańskiego). Istotnym instrumentem badań nad tematem rozprawy mają być również metody znane tzw. ekonomicznej analizie prawa (*law & economics*), polegającej na wykorzystaniu teorii i narzędzi ekonometrycznych w celu opisu i interpretacji regulacji prawnych. Ów nurt badawczy zdaje się ewidentnie wpisywać w całość dysertacji, bowiem znamienita większość rozważanych w niej przepisów prawa wynika ze zjawisk ekonomicznych występujących na rynku giełdowym (lub w obrocie gospodarczym w ogóle) i

¹³ Nie ulega bowiem kwestii, że wybór odpowiedniej metody badawczej jest ściśle związany z posiadaną wiedzą teoretyczną – zob. szerzej J. Pieter, *Kryteria ocen i recenzji prac naukowych*, Warszawa 1978, s. 59.

pozostaje z nimi w ścisłym związku przyczynowym. Ponadto, ze względu na zamiar dokonania przeglądu dotychczas przeprowadzonych badań i stanowisk odnoszących się do poruszanej w pracy problematyki, za pożądane uznano sięgnięcie do metody teoretyczno-prawnej. Ta koncentrować ma się na przeanalizowaniu dostępnego dorobku doktryny i judykatury w zakresie potrzebnym dla przeprowadzenia badań w ramach dysertacji. W końcu, w tym zakresie, w jakim wspiera to dążenie do wyznaczonego celu pracy oraz dowodzenie postawionych tez badawczych, zasadniczo przyjętą metodę badań – dogmatyczną analizę obowiązującego prawa – rozszerzać ma analiza historyczna, polegająca na ukazaniu genezy, dotychczasowej ewolucji oraz trendów rozwoju rozważanych konstrukcji prawnych.

Mając na uwadze merytoryczną przejrzystość treści rozprawy doktorskiej, jej strukturę zdecydowano się podzielić na sześć zasadniczych rozdziałów badawczych, poprzedzonych wprowadzeniem oraz zwieńczonych zakończeniem.

Rozdział pierwszy poświęcony jest uporządkowaniu i analizie powinności spoczywających na uczestnikach obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, przy czym w pierwszej kolejności wskazane są wszelkie źródła regulacji tych powinności, a także podjęta jest próba zdefiniowania pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych”, jako że stanowią one przedmiot zdarzeń, wywołujących powstanie badanych powinności. Kolejno sporządzona jest klasyfikacja poszczególnych obowiązków w sferze obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych. Obowiązki w zakresie zarówno ujawniania informacji o znaczących zmianach w strukturach akcjonariatu spółek publicznych, jak i obowiązki polegające na ogłaszaniu tzw. wezwań na akcje przeanalizowane są z osobna przez pryzmat stojących u ich podstaw regulacji prawnych, ale też w kontekście uwarunkowań ekonomicznych i społecznych determinujących potrzebę ich obowiązywania oraz kształt. Ustalenie w tym miejscu aksjologii badanych obowiązków – za sprawą których ustawodawca dał wyraz nadrzędności ochronie akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych nad swobodą kontraktowania będącą filarem prawa prywatnego – jest konieczne w kontekście prowadzonej w następnych fragmentach pracy wykładni przepisów dotyczących sankcji utraty prawa głosu z akcji spółki publicznej stanowiącej następstwo uchybienia tym obowiązkom. W rozdziale pierwszym poszczególne obowiązki dotyczące nabywania znaczących pakietów akcji w spółkach publicznych są zatem poddane systematycznej identyfikacji, w szczególności, poprzez określenie przesłanek ich powstania, funkcji ekonomicznych, charakteru prawnego, zakresu, zasad realizacji czy, wreszcie, wyjątków od konieczności ich wykonywania.

Przedmiotem rozważań drugiego rozdziału rozprawy jest analiza możliwych przypadków naruszeń obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz ustalenie, które spośród tego rodzaju naruszeń są tak poważne, że uruchamiają sankcję pozbawienia prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej. W pierwszej części tego rozdziału omówiono naruszenia obowiązków informacyjnych spoczywających na uczestnikach obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych tak, aby w drugiej części skoncentrować się na opisie nieprawidłowości związanych konkretnie z wymogami w zakresie ogłaszania i przeprowadzania wezwań do sprzedaży lub zamiany akcji spółki publicznej. Ponadto, istotny fragment drugiego rozdziału dysertacji stanowi analiza problematyki związanej z winą nabywcy (lub zbywcy) znacznego pakietu akcji spółki publicznej, jako kryterium determinującym ocenę naruszenia poszczególnych obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a co za tym idzie decydującym o możliwości (zasadności) zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej. W końcowej części tego rozdziału szczególna uwaga poświęcona jest problematyce naprawienia – sanacji stanu dokonanych naruszeń.

Wobec uporządkowania w dwóch pierwszych rozdziałach rozprawy, kolejno, obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz przypadków naruszeń tych obowiązków, *clou* rozdziału trzeciego stanowi precyzyjna analiza sankcji korporacyjnoprawnej stanowiącej konsekwencję omówionych wcześniej naruszeń. Przedmiotowa sankcja, w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej, zbadana jest pod kątem jej treści i charakteru prawnego, a także zakresu podmiotowego i przedmiotowego. W związku z tym podjęto próbę wyjaśnienia skutków zastosowania przedmiotowej sankcji w stosunku do innych poszczególnych uprawnień korporacyjnych akcjonariusza spółki publicznej. W opisywanym rozdziale ma również miejsce analiza badanej sankcji przez pryzmat konstytucyjnej zasady ochrony praw słusznie nabytych. Istotna część rozdziału poświęcona jest też analizie prawa głosu i aktu głosowania, jako, że są to elementy bezpośrednio dotykane sankcją korporacyjnoprawną z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Ponadto, w rozdziale trzecim ustalone są znaczenie i konsekwencje rozróżnienia pomiędzy „wykonywaniem” prawa głosu a „posiadaniem” ogólnej liczby głosów. Ustawodawca posługuje się bowiem dwoma tymi sformułowaniami determinując poszczególne uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy spółek publicznych. Ich interpretacja jest zatem niezbędna w kontekście analizy sankcji utraty prawa głosu stanowiącej następstwo naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W końcowej części tego rozdziału, niejako pomocniczo w

ramach omawiania badanej sankcji korporacyjnoprawnej, stypizowane są podobne sankcje utraty prawa głosu z akcji, określone na mocy przepisów szczególnych.

Czwarty rozdział dysertacji poświęcony został analizie prawnoporównawczej. Obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz sankcja utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółce publicznej zbadane są przez pryzmat konstrukcji prawnych obowiązujących w obcych porządkach prawnych. W tym fragmencie rozprawy opisane są zatem odpowiednie rozwiązania merytoryczne oraz przewidywane na wypadek ich naruszenia sankcje korporacyjnoprawne przyjęte w wybranych zagranicznych systemach prawnych, tj. w prawie niemieckim, prawie francuskim oraz prawie amerykańskim. W rezultacie podjęta została próba wyciągnięcia wniosków prawnoporównawczych płynących z dostrzeżonych różnic i podobieństw normatywnych oraz oceny ich użyteczności dla kształtu czy stosowania naszych rodzimych regulacji.

Rozdział piąty rozprawy to w istocie jej zasadniczy element. Na tym etapie prowadzonych wywodów wszelka uwaga poświęcona jest podstawowemu zagadnieniu badanemu w ramach pracy, czyli korporacyjnoprawnym konsekwencjom naruszenia obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych w kontekście ich praktycznego zastosowania. Konsekwencje te zbadane są więc przez pryzmat dostępnych mechanizmów kontroli wypełniania obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz, w razie zaobserwowania ich naruszeń, pod kątem środków weryfikacji prawa głosu akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a co za tym idzie, sposobów zastosowania korporacyjnoprawnego zakazu wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych przez niego akcji. W związku z tym, pierwsza część rozdziału piątego polega na omówieniu zasad organizacji i przeprowadzania walnych zgromadzeń w spółkach publicznych, a szczególny nacisk jest położony na analizę reguł dotyczących sporządzania listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA spółki publicznej, dopuszczania do udziału w WZA spółki publicznej, czy głosowania nad uchwałami WZA spółki publicznej. W rezultacie zbadania tych reguł, w drugiej kolejności wszelka uwaga poświęcona jest *meritum* tego rozdziału, tj. ocenie możliwości poszczególnych podmiotów, organów, funkcjonariuszy lub instytucji odnośnie do „egzekwowania” sankcji pozbawienia prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej. W tym miejscu przeanalizowane są, w szczególności, ewentualne kompetencje w tym zakresie przysługujące na rzecz zarządu spółki publicznej, przewodniczącego WZA spółki publicznej, notariusza protokolującego obrady WZA spółki publicznej, Komisji Nadzoru Finansowego w ramach jej zadań nadzorczych, bądź, w końcu,

sądu na poziomie postępowania ustalającego prawo akcjonariusza do wykonywania prawa głosu podczas WZA spółki publicznej. Innymi słowy, ten fragment rozprawy poświęcony został ocenie tego, jak mogą lub powinny zachować się poszczególne podmioty, organy, funkcjonariusze bądź instytucje uczestniczące w zwoływaniu lub przeprowadzaniu WZA spółki publicznej, w przypadku powzięcia wiarygodnej informacji o naruszeniu wymogów dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W związku z powyższym, w rozdziale piątym rozstrzygnięta jest także kwestia możliwości samego akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej „prewencyjnego” ustalenia w trybie powództwa o ustalenie czy – w razie powziętych wątpliwości co do poprawności wykonania spoczywających na nim obowiązków – prawo głosu z posiadanych akcji spółki publicznej mu przysługuje, czy je utracił, a jeżeli tak, to w jakim zakresie. W końcowej części rozdziału opisane są także zaobserwowane problemy praktyczne na tle rozwiązań analizowanych w tym fragmencie pracy, zaś, w oparciu o wcześniej przeprowadzone wywody, sformułowano również krytyczne wnioski *de lege lata* oraz podjęta została próba przedstawienia rozmaitych postulatów *de lege ferenda*, które polegają na założeniu optymalizacji procesu egzekwowania sankcji korporacyjnoprawnej w praktyce.

Przedmiotem rozważań ostatniego, szóstego, rozdziału rozprawy jest z kolei analiza konsekwencji wykonania przez akcjonariusza-nabywcę znacznego pakietu akcji spółki publicznej prawa głosu z akcji wbrew obejmującemu go zakazowi wykonywania tego prawa, a tym samym, ustalenie wpływu oddania utraconych głosów – niejako w rezultacie wadliwej egzekucji sankcji pozbawienia prawa głosu – na kształt i ważność danej uchwały WZA spółki publicznej. W rozdziale szóstym pracy zbadane są możliwości sądowej kontroli i eliminacji uchwał WZA spółki publicznej, które podjęte zostały z naruszeniem przepisów penalizujących nieprawidłowości w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Innymi słowy, w rozdziale tym zasadniczą rolę odgrywają rozważania na temat *de facto* ostatecznej kognicji sądu w zakresie następczego stwierdzenia i egzekwowania sankcji pozbawienia prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej w następstwie uchybienia obowiązkowi dotyczącym obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Istotną część rozdziału poświęcona jest problematyce określenia rzeczywistej treści uchwały WZA spółki publicznej podjętej z udziałem głosów z akcji objętych ustawowym zakazem w trybie powództwa ustalającego, a, w razie potrzeby, eliminowania tejże uchwały w drodze powództwa o stwierdzenie jej nieważności. W końcowych fragmentach rozdziału szóstego szczególną uwagę zwrócono na problematykę związaną z koncepcją zakładającą sankcję nieważności wobec uchwały WZA sprzecznej z regulacjami

art. 89 ustawy o ofercie publicznej, gdyż charakter prawny tej sankcji stanowi przedmiot daleko idącej dyskusji zarówno w doktrynie, jak i judykaturze.

Jako podstawę wszelkich rozważań poczynionych w ramach niniejszego opracowania przyjęto stan prawny na dzień 1 stycznia 2019 r.

Rozdział 1. Obowiązki związane z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych

1.1. Źródła regulacji

Szczegółowa analiza obowiązków odnoszących się do nabywania znacznych ilości akcji spółek publicznych jest zdecydowanie konieczna w pierwszej części pracy – w celu przeprowadzenia następnie odpowiedniej identyfikacji naruszeń tychże obowiązków, a w rezultacie zbadania w sposób drobiazgowy korporacyjnoprawnych konsekwencji takowych uchybień oraz problematyki związanej z ich egzekwowaniem – co, jak zostało na wstępie zaznaczone, stanowi zasadniczy przedmiot rozprawy. Z drugiej strony, ponieważ wiodącym sposobem analizy obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych ma być metoda dogmatyczno-prawna – skoncentrowana na badaniu obowiązujących regulacji prawnych w tym zakresie – analizę tę poprzedzić warto usystematyzowaniem aktów prawnych stojących bezpośrednio lub pośrednio u podstaw normatywnych tychże obowiązków.

Rzecz jasna zasadniczą i bezpośrednio skuteczną podstawę normatywną dla wymogów w sferze obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych stanowi polskie ustawodawstwo, jednak w dobie członkostwa Polski w UE zarówno kształt tego ustawodawstwa, jak i kierunki jego interpretacji (tzw. prounijna wykładnia prawa krajowego) determinują pośrednio wzorcowe akty prawa unijnego.¹⁴ W związku z tym źródła regulacji poświęconych obowiązkom spoczywającym na nabywcach znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych podzielić należy na dwie zasadnicze kategorie.

Pierwszą z nich tworzą akty prawa unijnego, których celem jest harmonizacja zasad obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych w ramach całej Unii Europejskiej.¹⁵

¹⁴ Pod pojęciem prounijnej wykładni prawa rozumieć należy dokonywanie przez organy (sądy) państw członkowskich takiej interpretacji przepisów krajowych, która uwzględnia funkcje i cele wynikające ze źródłowych regulacji unijnych – zarówno tych bezpośrednio skutecznych, jak i tych wymagających transpozycji, czyli dyrektyw. Szerzej na temat wykładni przepisów prawa krajowego przez pryzmat dyrektyw unijnych zob. np. M. Mataczyński (w:) M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), M. Cejmer [et al.], *Europejskie prawo spółek. Tom II. Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej. Część 2*, Kraków 2005, s. 360-362 oraz J. Napierała, *Uwagi na temat wykładni prawa krajowego zgodnej z dyrektywami europejskiego prawa spółek*, HUK 2008, Nr 3, s. 347. Por. także wyrok ETS z dnia 10 kwietnia 1984 r. w sprawie *von Colson and Kamann*, sygn. 14/83, Zb. Orz. ETS 1984, s. 1891; wyrok ETS z dnia 13 listopada 1993 r. w sprawie *Marleasing*, sygn. C-106/89, Zb. Orz. ETS 1990, s. I-4135; wyrok ETS z dnia 5 października 2004 r. w sprawie *Pfeiffer*, sygn. C/397/01-403/01, Zb. Orz. ETS 2004, s. I-8879.

¹⁵ Szerzej na temat harmonizacji regulacji dotyczących przejęć spółek na obszarze Unii Europejskiej zob. np. T. G. Papadopoulos, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*, Kluwer Law International 2010.

Proces harmonizacji w tej sferze przyczyniać ma się do zbliżania ze sobą rozwiązań prawnych obowiązujących w poszczególnych państwach członkowskich, a co za tym idzie realizować postulat wspólnego rynku wewnętrznego, o którym mowa w art. 26 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej sporządzonego w Rzymie dnia 25 marca 1957 r.¹⁶ Nie ulega przy tym kwestii, że wiodącym instrumentem harmonizacji są dyrektywy jako akty prawa pochodnego Unii Europejskiej, które wiążą państwa członkowskie co do określonego w nich rezultatu, pozostawiając zarazem swobodę wyboru formy i środków zmierzających do jego osiągnięcia.¹⁷ Poniżej przedstawione zostaną dyrektywy unijne mające źródłowy charakter dla wymogów związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych.

Przede wszystkim, istotna część powinności prawnych spoczywających na nabywcach znacznych pakietów akcji znajduje swe źródło w dyrektywie 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE¹⁸. Ów akt prawa europejskiego uchwalony został w grudniu 2004 r. – po dość długich i burzliwych konsultacjach, które dotyczyły, w szczególności, rozwiązań normatywnych proponowanych na tle kwartalnej sprawozdawczości emitentów.¹⁹ Omawiana dyrektywa reguluje bowiem głównie materię okresowych i stałych obowiązków informacyjnych spółek publicznych. Pomimo ich fundamentalnego znaczenia dla transparentności spółek publicznych i efektywności rynku giełdowego – nie będą one obiektem dalszych badań, albowiem ich rozległa problematyka wykracza poza ramy przedmiotowe tej rozprawy.²⁰ Regulacje zawarte w dyrektywie o przejrzystości poświęcone są jednak również powinnościom notyfikacyjnym – informacyjnym spoczywającym na akcjonariuszach spółek publicznych, którzy nabywają (lub zbywają) znaczne ilości akcji w tychże spółkach oraz na samych tych spółkach. Powinności te mają na celu budowanie przejrzystości transakcji giełdowych o znacznych gabarytach, a zarazem ujawnienie istotnych

¹⁶ Wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE 2012 C 326/47, dalej w skrócie jako „TFUE”.

¹⁷ Zob. art. 288 ust. 3 TFUE. Szerzej w kwestii dyrektyw unijnych jako instrumentu harmonizacji prawa zob. np. S. Prechal, *Directives in EC Law*, Oxford 2005.

¹⁸ Dz. Urz. UE 2004 L 390/38 ze zm. Dalej jako „dyrektywa o przejrzystości”.

¹⁹ Zob. szerzej T. Sójka (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz Lex*, Warszawa 2015, s. 47 i nast.

²⁰ Na temat instytucji obowiązków informacyjnych spółek publicznych zob. szerzej w szczególności A. Chłopecki, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, PPW 2001, Nr 9 s. 3 i nast.; T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008; a także R. F. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013.

dla inwestorów i rynku zmian w strukturach akcjonariatu spółek publicznych. W myśl bowiem pkt 18 preambuły do dyrektywy o przejrzystości „Należy podawać do wiadomości publicznej informacje o zmianach w większościowych pakietach akcji emitentów, których akcje stanowią przedmiot obrotu na rynku regulowanym. Informacje takie powinny umożliwiać inwestorom nabywanie lub zbywanie akcji z pełną świadomością zmian w strukturze głosów; powinny one także zwiększyć skuteczność kontroli emitentów akcji oraz ogólną przejrzystość istotnych przepływów kapitału (...)”. Kluczowe regulacje dyrektywy o przejrzystości w tym zakresie zostały przewidziane w części I rozdziału III – zatytułowanej „Informacje o znaczących pakietach akcji” – w artykułach od 9 do 16. Przepisy te poświęcone są, w szczególności, oznaczeniu progów, których osiągnięcie lub przekroczenie powoduje powstanie obowiązków notyfikacyjnych akcjonariuszy, opisaniu procedur wykonywania tychże obowiązków, czy określeniu zakresu informacji, które winny się znajdować w zawiadomieniach akcjonariuszy. Szersza ich analiza będzie przedmiotem dalszych fragmentów pracy.²¹ W tym miejscu warto jednak odnotować, że w myśl art. 3 dyrektywy o przejrzystości państwa członkowskie, co do zasady, mogą nakładać zarówno na spółki publiczne – jako adresatów obowiązków informacyjnych, jak i akcjonariuszy tych spółek – jako adresatów obowiązków notyfikacyjnych, wymogi bardziej rygorystyczne niż określone w przepisach tejże dyrektywy. Oznacza to, że sformułowane w dyrektywie o przejrzystości regulacje mają w zasadzie charakter semiimperatywny.²² Poza tym, w rozdziale VIA dyrektywa o przejrzystości wskazuje także na możliwość państw członkowskich stanowienia kar administracyjnych oraz sankcji cywilnoprawnych za naruszenia implementowanych na jej podstawie obowiązków, w tym, w szczególności, obowiązków w sferze zawiadamiania o transakcjach mających za przedmiot nabycie lub zbycie znacznych pakietów akcji spółek publicznych.²³ Ustawodawca europejski nie skonkretyzował wprawdzie rodzajów ani rozmiarów tychże kar ani sankcji w kontekście dokonanych naruszeń, jednakże – co niewątpliwie warto zauważyć – wskazał w art. 28 ust. 1 *in fine* dyrektywy o przejrzystości, że winny być one „skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające”.

²¹ Zob. pkt 1.4.2. rozprawy.

²² Tak A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa ..., op. cit.*, s. 386.

²³ Zob. art. 28a w zw. z art. 28b dyrektywy o przejrzystości dodane na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniającej dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz. Urz. UE 2013 L 294/13), zwanej dalej jako „dyrektywa 2013/50/UE”.

Nie mniej ważnym od dyrektywy o przejrzystości źródłowym aktem prawa europejskiego, który kształtuje zasady obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych w państwach członkowskich UE jest dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 2 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia²⁴. Dyrektywa ta, po długotrwałych i znacznie bardziej skomplikowanych niż w przypadku dyrektywy o przejrzystości dyskusjach na forum europejskim, została ostatecznie przyjęta przez Radę i Parlament Europejski w kwietniu 2004 r.²⁵ Nadrzędnym celem dyrektywy ws. ofert przejęcia jest harmonizacja standardów obowiązujących we wszystkich państwach członkowskich UE w zakresie przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi oraz koniecznych w związku z tym środków ochrony interesów i równego traktowania akcjonariuszy mniejszościowych.²⁶ Podstawowe na tym tle rozwiązania dyrektywy ws. ofert przejęcia zawarte zostały, w szczególności, w przepisach art. 5, art. 9 oraz art. 11, które koncentrują się na wprowadzeniu jednolitych na obszarze całej UE zasad odnośnie, odpowiednio, fundamentalnej powinności ogłaszania przez nabywców znaczących pakietów akcji, które dają kontrolę nad spółkami publicznymi oferty nabycia wszystkich pozostałych akcji takich spółek za godziwą cenę (oferty przejęcia – według nomenklatury użytej na łamach omawianej dyrektywy), konieczności zachowania neutralności przez władze spółek publicznych, których akcje stanowią przedmiot oferty przejęcia – wobec złożonej oferty, oraz zniesienia – w myśl zasady „jedna akcja, jeden głos” (ang. *one share, one vote*) – wszelkich obowiązujących, względem akcji będących przedmiotem oferty przejęcia, ograniczeń lub przywilejów korporacyjnych podczas WZA, które podejmuje decyzję o realizacji jakichkolwiek środków obronnych (ang. *defensive measures*) w celu udaremnienia złożonej oferty przejęcia, bądź o zmianie statutu spółki lub o rozsadach personalnych w obrębie jej władz – bezpośrednio po zamknięciu tejże oferty przejęcia.²⁷ Zasygnalizować jednakowoż należy, że deklarowaną jednolitość wymienionych wyżej zasad w ramach UE podważa *de facto* konstrukcja przewidziana w art.

²⁴ Dz. Urz. UE 2004 L 142/12 ze zm. Dalej jako „dyrektywa ws. ofert przejęcia”.

²⁵ Szerzej o swoistych perturbacjach związanych z pracami nad tą dyrektywą zob. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 57-59. Por. także C. Podsiadlik, *Wrogię przejęcie spółki*, Warszawa 2003, s. 58 i nast.; K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim – uwagi de lege lata i de lege ferenda*, Pr. Spółek 2006, Nr 5, s. 13 i nast.

²⁶ Zob. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *The European Takeover Directive: A commentary* (w:) P. van Hooghten (red.), *The European Takeover Directive and Its Implementation*, Oxford 2009, s. 14.

²⁷ Por. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 59-62 oraz A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 421-426. Zob. także zapis referatu wygłoszonego podczas konferencji Italian Society of Law and Economics na Uniwersytecie Bocconi w Mediolanie w dniach 9-10.11.2007 r. – A. Angelillis, C. Mosca, *The Thirteenth Directive on Takeover Bids: A First Analysis in the Light of the Initial Experiences after Transposition by Member States and the Position Expressed in the European Commission Document*, Mediolan 2007. Dokument dostępny w wersji elektronicznej na stronie internetowej pod adresem: <http://www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=57&cf=1> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

12 dyrektywy ws. ofert przejęcia, w myśl której zastosowanie przez państwa członkowskie wymogów, o których mowa w art. 9 oraz art. 11 tejże dyrektywy w krajowym porządku prawnym – jest w istocie opcjonalne.²⁸ Fakultatywność, o której mowa w art. 12 dyrektywy ws. ofert przejęcia nie dotyczy jak widać implementacji przepisów art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia, kreujących obowiązek publicznego ogłoszenia oferty nabycia wszystkich pozostałych akcji w spółkach publicznych za godziwą cenę – w razie przejęcia kontroli nad takimi spółkami. Ustawodawca europejski wyszedł z pewnością z założenia, że ów obowiązek ma rudymenarne znaczenie dla ochrony interesów i równego traktowania akcjonariuszy mniejszościowych – ponieważ gwarantuje im wszystkim bez wyjątku prawo tzw. „wyjścia” (ang. *exit right*) ze spółki w razie jej majoryzacji na tożsamy warunkach – i tym samym nie pozostawił państw członkowskim wyboru odnośnie transpozycji regulacji art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia do krajowych porządków prawnych. Brak swobody państw członkowskich w sferze transpozycji przedmiotowej regulacji nie dotyczy jednak kwestii określenia progu udziału w ogólnej liczbie głosów w spółkach publicznych, którego osiągnięcie lub przekroczenie oznacza uzyskanie kontroli nad takimi spółkami. Wszak jest to zasadnicza przesłanka powstania obowiązku ogłoszenia oferty przejęcia, natomiast, w myśl art. 5 ust. 4 dyrektywy ws. ofert przejęcia, prawodawca unijny pozostawił państwom członkowskim możliwość jej indywidualnego sprecyzowania. Rozwiązanie owo nie dyskredytuje jednak postulatu pełnej harmonizacji wymogów wyznaczonych w art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia na obszarze UE, a jedynie słusznie dopuszcza zróżnicowanie podstawy tych wymogów w poszczególnych państwach członkowskich – w zależności od faktycznych warunków panujących na ich rynkach giełdowych.²⁹ Pomimo więc pozostawienia państwom członkowskim namiastki swobody w sferze zdefiniowania progu kontroli, zamierzona w dyrektywie ws. ofert przejęcia harmonizacja prawa na terytorium UE jest kompletna. Jednocześnie zgodnie z dyrektywą ws. ofert przejęcia „Państwa Członkowskie powinny zachować dowolność ustanowienia dalszych instrumentów dla ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych”.³⁰ Takie ujęcie postulatów

²⁸ Z tej fakultatywnej konstrukcji skorzystał zresztą polski ustawodawca, przyzwalając spółkom publicznym notowanym na naszym rynku na samodzielne i dobrowolne podjęcie decyzji o implementacji zasad wyrażonych w art. 9 lub art. 11 dyrektywy ws. ofert przejęcia (tzw. metoda *opt-in* lub *put in*). Więcej na temat metodologii implementacji tychże zasad zob. np. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 61; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 65–66, 504–506 oraz 518–519; P. Błaszczak (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 486 – 487 oraz 491; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 505 oraz 509.

²⁹ Szerzej na ten temat w dalszych fragmentach pracy, zob. m.in. pkt 1.5.4.3.

³⁰ Zob. pkt 9 preambuły do dyrektywy ws. ofert przejęcia.

dyrektywy ws. ofert przejęcia świadczy o tym, że stawiane przez nią wymogi mają, podobnie jak w przypadku dyrektywy o przejrzystości, charakter semiimperatywny.³¹ Oznacza to, że dyrektywa ws. ofert przejęcia określa minimalne standardy ochrony, które winny być implementowane i bezwzględnie przestrzegane w porządku prawnym każdego państwa członkowskiego w obliczu przejmowania kontroli w spółkach publicznych, a zarazem pozostawia krajowym ustawodawcom swobodę co do ustalenia ostatecznej konstrukcji regulacji oraz ewentualnego wdrożenia bardziej rygorystycznych gwarancji ochronnych.³² Niezależnie od wskazanych wyżej rozwiązań, w kontekście wymogów dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych dyrektywa ws. ofert przejęcia zawiera również wzorcowe przepisy odnośnie m.in. sposobu publikacji oferty przejęcia i jej zawartości, szczegółowych obowiązków informacyjnych spółek publicznych, czy procedur tzw. przymusowego wykupu akcji (ang. *squeeze out*) oraz, będącego jego zwierciadlanym odbiciem, tzw. przymusowego odkupu akcji (ang. *sell out*).³³

Regulacje zarówno dyrektywy o przejrzystości, jak i dyrektywy ws. ofert przejęcia stanowią przedmiot transpozycji do prawodawstwa polskiego, które stanowi drugą kategorię źródeł regulacji poświęconych obrotowi znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych. W zakresie odnoszącym się do obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych całkowicie podstawowym i bezpośrednio wiążącym aktem prawa polskiego jest ustawa o ofercie publicznej. Ustawa ta weszła w życie w październiku 2005 r. jako jedna z trzech fundamentalnych regulacji dla funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce, które zastąpiły obowiązującą uprzednio ustawę z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi³⁴.³⁵ Ustawa o ofercie publicznej wraz z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi³⁶ oraz ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym³⁷ składa się na swoisty kanon źródeł prawa współczesnego

³¹ Tak też *Ibidem*, s. 423.

³² Zob. art. 3 ust. 2 oraz art. 5 ust. 6 dyrektywy ws. ofert przejęcia. Por. J. Napierała, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2006, s. 212-213.

³³ Zob. odpowiednio art. 6, art. 10, art. 15 oraz art. 16 dyrektywy ws. ofert przejęcia.

³⁴ Tekst jedn. Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm. Dalej jako „p.p.o.p.w.”

³⁵ W kontekście wprowadzenia nowych zasad obrotu znacznymi pakietami akcji wraz z wejściem w życie ustawy o ofercie publicznej zob. np. M. Pokojska, *Znaczące pakiety akcji*, CFO. Magazyn Finansistów 2005, Nr 7, s. 29-31, a także Z. Mrowiec, *Nowa regulacja rynku kapitałowego w Polsce*, NRK 2005, Nr 9, s. 20-23; L. Koziorowski, *Ustawa o ofercie publicznej – kierunek zmian*, NRK 2005, Nr 9, s. 28-33; M. Kotlicki, *Przejęcia spółek publicznych w świetle nowych regulacji dotyczących rynku kapitałowego w Polsce*, NRK 2005, Nr 9, s. 34-38. Szerzej na temat rysu historycznego polskiego ustawodawstwa rynku kapitałowego zob. w szczególności T. Sójka (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 29 i nast. a także M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. XXVII i nast. oraz A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 5-6.

³⁶ Tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1768 ze zm. – dalej jako „ustawa o obrocie instrumentami finansowymi”.

³⁷ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1417. Dalej jako „ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym”.

polskiego rynku kapitałowego – kształtujący jego ramy normatywne oraz uporządkowujący w kompleksowy sposób warunki i zasady dokonywanego w jego ramach obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi.³⁸ Do tego kanonu ustaw szczególnych mających zasadnicze znaczenie z punktu widzenia kompleksowej regulacji polskiego rynku kapitałowego dodać należy jeszcze ustawę z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym³⁹. Choć weszła ona w życie nieco później od wymienionego wyżej tercetu regulacji, bo we wrześniu 2006 r., to buduje wraz z nim jednolitą całość w odniesieniu do materii nadzoru sprawowanego przez KNF na forum rynku kapitałowego.⁴⁰ Podkreślić natomiast trzeba, że od samego początku budzi słuszne wątpliwości zaistniały rozdział materii prawnej pomiędzy ustawę o ofercie publicznej i ustawę o obrocie instrumentami finansowymi, albowiem brak jego przejrzystych kryteriów przedmiotowych.⁴¹ Obie te ustawy normują ściśle skorelowane ze sobą zagadnienia, które mogłyby być w istocie zawarte w ramach jednego aktu normatywnego. Pomimo tej uwagi strukturalnej, należy stwierdzić, że wszystkie wspomniane i obowiązujące na dzień dzisiejszy ustawy wzajemnie się uzupełniają, odsyłając do siebie wielokrotnie i stanowią tym samym swego rodzaju całość normatywną, której przyznać można miano konstytucji naszego rynku kapitałowego.⁴²

Na tle wspomnianej systematyki polskiego ustawodawstwa prawa rynku kapitałowego kluczowe znaczenie z punktu widzenia unormowań analizowanych w tej części pracy, czyli obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, ma ustawa o ofercie publicznej, której zresztą cały rozdział 4 poświęcony został specjalnie problematyce znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Rozdział 4 ustawy o ofercie publicznej stanowi implementację regulacji przewidzianych zarówno w dyrektywie o przejrzystości, jak i w dyrektywie ws. ofert przejęcia – zawiera źródłowe przepisy odnośnie m.in. obowiązków notyfikacyjnych i informacyjnych w kontekście znacznych pakietów akcji spółek publicznych, a także powinności związanych z ogłaszaniem ofert przejęcia – nazywanych

³⁸ Zob. Uzasadnienie ustawy o ofercie publicznej, s. 1; por. także A. Chłopecki, *Sposób tworzenie prawa, w tym wpływ prawa UE, na polskie prawo rynku kapitałowego*, NRK 2005, Nr 9, s. 24-27; M. Jakubiak, *Prawo rynku kapitałowego. Wprowadzenie. Podstawowe akty prawne*, Lublin 2011, s. VIII-IX; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. XIII-XIV oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczyk [et al.], *op. cit.*, s. XXXII-XXXIII.

³⁹ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 621 ze zm. Dalej jako „ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym”.

⁴⁰ Por. K. Haładyj, *op. cit.*, s. XIII-XIV i 97 lub A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 6-7.

⁴¹ Zob. *Ibidem*; jak również A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych, Tom 19*, Warszawa 2006, s. 753; oraz T. Sójka (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 23.

⁴² Tak K. Haładyj, *op. cit.*, s. XIII i 97, por. także I. Kuska-Żak, M. Żak, *Komentarz do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, SIP LEX/el. 2006, komentarz do art. 1.

według nomenklatury ustawy o ofercie publicznej mianem tzw. wezwań na akcje. Oprócz tych regulacji rozdziału 4 – które będą przedmiotem wnikliwych rozważań w kolejnych fragmentach rozprawy – zakresem ustawy o ofercie publicznej objęte są także inne podstawowe instytucje prawa rynku kapitałowego, które wynikają z transpozycji różnych wspólnotowych aktów prawnych takich, jak np. dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającą dyrektywę 2001/34/WE⁴³. Do instytucji tych należą, przede wszystkim, mechanizmy regulujące procesy pozyskiwania kapitału za pośrednictwem instrumentów rynku kapitałowego, a zarazem mające na celu budowanie bezpieczeństwa i zaufania inwestorów do tego rynku poprzez, w szczególności, intensyfikowanie przejrzystości, transparentności czy uczciwej konkurencyjności dokonywanego na jego forum obrotu. W tych sferach ustawa o ofercie publicznej wdraża szereg wymogów dotyczących m.in. przeprowadzania oferty publicznej papierów wartościowych i dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, w tym, w szczególności, obowiązek sporządzenia i publikacji prospektu emisyjnego, jak również dotyczących prowadzenia przez spółki publiczne okresowej i bieżącej polityki informacyjnej.⁴⁴ Z kolei w celu zapewnienia skutecznej realizacji poszczególnych wymogów ustanowionych na gruncie ustawy o ofercie publicznej, zakresem jej regulacji objęto także liczne instrumenty sankcyjne – w charakterze zarówno administracyjnoprawnym, jak i cywilnoprawnym lub karnoprawnym. W odniesieniu do tych pierwszych, na tle ustawy o ofercie publicznej przyznano też różne kompetencje na rzecz KNF, uprawniające ją do stosowania sankcji w razie stwierdzenia naruszeń. Są to szczególne normy kompetencyjne, które stanowią uzupełnienie ogólnych regulacji konstytuujących funkcje i zadania nadzorcze KNF – zawartych w ustawie o nadzorze nad

⁴³ Dz. Urz. UE 2003 L 345/64 ze zm. Dalej jako „dyrektywa prospektowa”. Warto zauważyć, że dyrektywa prospektowa zostanie uchylona z dniem 21 lipca 2019 r. w związku z wejściem w życie tego dnia rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE 2017 L 168/12), które jest wiążące w całości i bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich UE (dalej jako „rozporządzenie 2017/1129”).

⁴⁴ Wymogi te mają absolutnie kluczowe znaczenie z punktu widzenia całokształtu funkcjonowania zorganizowanego obrotu na rynku regulowanym – jego efektywności, transparentności i bezpieczeństwa, a w szczególności rzetelnej wyceny papierów wartościowych będących jego przedmiotem. Złożona problematyka tychże zagadnień wykracza poza zakres niniejszej pracy. Instytucje takie, jak oferta publiczna papierów wartościowych lub obowiązki informacyjne spółek publicznych były jednak przedmiotem licznych rozważań w polskiej literaturze – zob. m.in. M. Glicz, *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, PPH 2005, Nr 10, s. 53 i nast.; A. Chłopecki, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, Nr 11; s. 39 i nast.; K. Haładyj, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008; T. Sójka, *op. cit.*; R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*

rynkiem kapitałowym lub, w nieco późniejszej, ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym. W kontekście tematyki niniejszej rozprawy należy zwrócić uwagę, że pośród przewidzianych w ustawie o ofercie publicznej mechanizmów penalizujących naruszenia jej przepisów znajduje się, przede wszystkim, niezwykle dolegliwa korporacyjnoprawna sankcja w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej – stanowiąca *ex lege* następstwo uchybienia obowiązkom w sferze nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych.⁴⁵

Jakkolwiek regulacje ustawy o ofercie publicznej odgrywają rzeczywiście źródłową rolę w sferze obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych, to jednak nie mają na tym tle charakteru wyczerpującego. Problematyka obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych jest na tyle złożona, że niektóre jej zagadnienia wymagają osobnego doprecyzowania i unormowania – na poziomie stosownych aktów wykonawczych o charakterze technicznym, wydawanych na mocy delegacji ustawowej. Do tego rodzaju źródeł normatywnych, mających swoją podstawę w przepisach rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, należą rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań⁴⁶ oraz rozporządzenie Ministra Finansów z 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu⁴⁷. W odniesieniu do obowiązków spoczywających na nabywcach znacznych pakietów akcji spółek publicznych relewantne znaczenie ma pierwszy z tych aktów wykonawczych. Rozporządzenie ws. wzorów wezwań stanowi bowiem szczegółowe źródło regulacji procedury przeprowadzania tzw. wezwań na akcje, dookreślające przepisy ustawowe m.in. w odniesieniu do wymaganej treści wezwań, dopuszczalnych warunków, z zastrzeżeniem których wezwania mogą być ogłaszane, powinności technicznych spoczywających na podmiotach je przeprowadzających, a także terminów oraz zasad składania i przyjmowania zapisów na sprzedaż lub zamianę akcji w ramach odpowiedzi na ogłoszone wezwanie. W tym kontekście rozporządzenie ws. wzorów wezwań jawi się jako nieodzowny element systemu źródeł regulacji obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych.

⁴⁵ Dogłębnej analizie problematyki związanej z sankcją utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej na skutek naruszenia poszczególnych obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej – poświęcone będą w całości rozważania rozdziału 3 tejże pracy.

⁴⁶ Dz. U. z 2017 r. poz. 1748. Dalej jako „rozporządzenie ws. wzorów wezwań”.

⁴⁷ Dz. U. z 2005 r. Nr 229, poz. 1948. Dalej jako „rozporządzenie o przymusowym wykupie”.

Warto jeszcze w tym fragmencie rozprawy odnotować, że obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych w niektórych przypadkach mogą mieć swe źródło także w innych niż wyżej wymienione aktach normatywnych. Do tego rodzaju regulacji, zakwalifikować należy ustawy szczegółowe, w tym, przede wszystkim, ustawę z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe⁴⁸, ustawę z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej⁴⁹ oraz ustawę z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi⁵⁰. Akty te zawierają bowiem precyzyjne i bezpośrednio wiążące rozwiązania w sferze wymogów obciążających inwestorów nabywających znaczne ilości akcji w, odpowiednio, bankach krajowych, zakładach ubezpieczeń lub towarzystwach funduszy inwestycyjnych.⁵¹ W przypadkach zatem kiedy wymienione podmioty mają zarazem charakter spółek publicznych – wymogi odnoszące się do obrotu znacznymi ilościami wyemitowanych przez nie akcji wpisują się w sferę badanych obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Wyprzedzając nieco dalsze rozważania, już w tym miejscu wskazać można, że w nadmienionych ustawach uregulowano generalnie dwie kategorie powinności, które spoczywają na nabywcach znacznych pakietów akcji w bankach krajowych, zakładach ubezpieczeń lub towarzystwach funduszy inwestycyjnych. Po pierwsze, są to obowiązki publicznoprawne polegające na zawiadomieniu KNF o zamiarze nabycia znacznych ilości akcji tychże podmiotów oraz konieczności uzyskania od KNF zezwolenia na owo nabycie. Po drugie zaś, są to obowiązki notyfikacyjne – informacyjne, wynikające z osiągnięcia lub przekroczenia określonych progów zaangażowania w tychże podmiotach – zbliżone w swej treści i formie do tych, które przewiduje ustawa o ofercie publicznej.⁵² Na tle tej drugiej kategorii obowiązków pojawił się *notabene* w doktrynie spór – wątpliwą kwestią okazała się relacja obowiązków notyfikacyjnych – informacyjnych przewidzianych w źródłowej ustawie o ofercie publicznej do częściowo pokrywających się z nimi tego samego rodzaju

⁴⁸ Tekst jedn. Dz. U. z 2017 r. poz. 1876 ze zm. Dalej jako „prawo bankowe”.

⁴⁹ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 999 ze zm. - dalej jako „ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej”.

⁵⁰ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 56 ze zm. – dalej jako „ustawa o funduszach inwestycyjnych”.

⁵¹ Rozwiązania te stanowią w znacznej mierze przedmiot implementacji do polskiego porządku prawnego standardów przewidzianych w dyrektywie 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniającej dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego (Dz. Urz. UE 2007 L 247/1).

⁵² Zob. szerzej M. Michalski, *Ujednolicenie zasad dotyczących nabywania tzw. znacznych pakietów akcji w świetle ustawy z 25 czerwca 2010 r.*, PPH 2010, Nr 10, s. 7 i nast.

obowiązków ustanowionych w przywołanych ustawach szczególnych.⁵³ Nie wchodząc w detale różnych poglądów prezentowanych na tle tego sporu, warto przychylić się do kompromisowego stanowiska zaproponowanego przez M. Mataczyńskiego, wedle którego w sytuacji wzajemnego nakładania się na siebie obowiązków wynikających z ustawy o ofercie publicznej i danych ustaw szczególnych – „dla uniknięcia uchybienia obowiązkom natury publicznoprawnej, należy zalecić służbom prawnym spółek publicznych, będących równocześnie bankami lub zakładami ubezpieczeń (jak również domami maklerskimi), analizowanie poszczególnych obowiązków z osobna. Przyjęcie ogólnego wyłączenia przez ustawy szczegółowe obowiązków nałożonych przez ustawę o ofercie publicznej wymagałoby chyba wyraźnej interwencji ustawodawcy.”⁵⁴

Niezależnie od powołanych wyżej aktów normatywnych, które stanowią pośrednio lub bezpośrednio źródła powszechnie obowiązującego prawa w zakresie wymogów spoczywających na nabywcach znacznych pakietów akcji spółek publicznych, do regulacji mających jakikolwiek wpływ np. na sposób realizacji tychże wymogów zaliczyć można również niektóre unormowania rynkowe o charakterze kontraktowym – niemieszczące się bynajmniej w katalogu źródeł prawa, o którym mowa w art. 87 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r.⁵⁵ Zaliczają się do nich, przede wszystkim, Regulamin Giełdy, a także Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego – dokumenty uchwalane przez, odpowiednio, Radę Giełdy i Zarząd Giełdy, zawierające szereg unormowań w sferze obrotu giełdowego papierami wartościowymi i instrumentami finansowymi, a w tym również *a propos* transakcji giełdowych mających za przedmiot znaczne pakiety akcji spółek publicznych czy postępowania przy realizacji procedury tzw. wezwań na akcje spółek publicznych notowanych na rynku giełdowym.⁵⁶ Adresatami poszczególnych regulacji przewidzianych w tychże dokumentach są *de iure* domy maklerskie pośredniczące w obrocie giełdowym. W praktyce jednak domy maklerskie dostosowują kształt relacji kontraktowych ze swoimi klientami – inwestorami do tychże regulacji giełdowych, w rezultacie czego można stwierdzić, że regulacje te w poszczególnych przypadkach oddziałują także pośrednio na

⁵³ W kontekście tego sporu zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 325-326.

⁵⁴ Zob. *Ibidem*; por. także A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 404.

⁵⁵ Dz. U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483 ze zm. Dalej jako „Konstytucja RP”.

⁵⁶ Zob. oddział 3 rozdziału XIII Regulaminu Giełdy – „Transakcje dotyczące nabywania znacznych pakietów akcji” oraz Dział VI Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego, poświęcony transakcjom szczególnym, a w tym, przede wszystkim, rozdział V tego działu zatytułowany „Szczegółowy tryb postępowania przy realizacji wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji notowanych na giełdzie”. Zarówno Regulamin Giełdy, jak i Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem: <http://www.gpw.pl/regulacje> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

status samych nabywców znacznych ilości akcji w spółkach publicznych, a w konsekwencji również i na metodologię realizacji spoczywających na nich obowiązków ustawowych. W tym sensie należy się zgodzić z A. Chłopeckim, że regulacje kontraktowe takiego rodzaju, jak Regulamin Giełdy nie stanowią rzecz jasna źródeł prawa w myśl hierarchii przewidzianej w Konstytucji RP, ale można przypisać im *quasi*-normatywny charakter, ponieważ są wydawane na podstawie swoistej delegacji ustawowej i poddane kontroli organów administracji publicznej, a normy w nich ustanowione mają abstrakcyjno-generalną postać i stosuje się je względem wszystkich kategorii uczestników obrotu giełdowego.⁵⁷

Reasumując, obowiązki dotyczące obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych mają swoje źródło w rozmaitych regulacjach – o różnym charakterze, zakresie zastosowania czy pochodzeniu. Wyczerpująca analiza przedmiotowych obowiązków wymaga jednak z pewnością zwrócenia uwagi na jakiegokolwiek przewidziane w ich kontekście rozwiązania prawne, niezależnie od tego czy znajdują się one we wspomnianych regulacjach europejskich, czy krajowych, o randze ustawowej, czy wykonawczej, czy też jawią się jako akty regulaminowe kreowane przez podmioty będące twórcami lub organizatorami rynku giełdowego.

1.2 Pojęcie znacznych pakietów akcji spółek publicznych

Zanim obowiązki spoczywające na nabywcach znacznych pakietów akcji spółek publicznych zostaną sklasyfikowane i poddane analizie, wyjaśnić jeszcze należy znaczenie i zakres samego pojęcia „znacznych pakietów akcji spółek publicznych”.⁵⁸ Powstanie i wykonywanie badanych w tym rozdziale rozprawy obowiązków wiąże się bowiem z obrotem mającym za przedmiot właśnie tego rodzaju pakiety akcji. Zresztą znamienita większość wszelkich instytucji prawnych, o których mowa w dalszych rozdziałach pracy także reguluje materię znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych. Terminem „znaczne pakiety akcji spółek publicznych” posługuje się również ustawodawca, w szczególności, tytułując nim źródłowy rozdział 4 ustawy o ofercie publicznej. Próba wytłumaczenia zatem w tym miejscu czym są owe pakiety akcji zdaje się w pełni uzasadniona.

⁵⁷ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 9-11, por. także M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. XXXVII-XXXVIII oraz R. Biskup (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, 2. wydanie, Warszawa 2014, s. 695.

⁵⁸ W dostępnej literaturze przedmiotu zasadniczo trudno doszukać się próby zdefiniowania tego pojęcia – jakże istotnego z punktu widzenia prawidłowej interpretacji przepisów poświęconych obrotowi tego rodzaju pakietami akcji. Wyjątkiem na tym tle zdaje się być dawne już opracowanie A. Chłopeckiego i M. Dyla poświęcone analizie komparatystycznej europejskiego i polskiego prawa rynku kapitałowego, na łamach którego autorzy ci poruszyli kwestię pojęcia znacznego (kwalifikowanego) pakietu akcji – zob. A. Chłopecki, M. Dyl, *Rynek kapitałowy. Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie*, Warszawa 2001, s. 109-110.

Przede wszystkim, istotę pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” upatrywać należy w procesach ekonomicznych – gospodarczych, a nie tylko w ujęciu prawnym. Codzienny masowy obrót akcjami spółek notowanych na parkietach giełdowych wywołuje ciągle zmiany w ich strukturach akcjonariatu. Dopóki jednak przedmiotem poszczególnych transakcji są stosunkowo znikome ilości akcji poszczególnych spółek, nabywane przez indywidualnych inwestorów w celu lokowania ich własnych nadwyżek pieniężnych oraz dalszej odsprzedaży po wyższej cenie (forma lokaty kapitału) – zarazem niezwiązane z zaangażowaniem na poziomie mającym wpływ na wycenę wartości spółki czy umożliwiającym jakiegokolwiek realne oddziaływanie na jej funkcjonowanie – dopóty nie ma potrzeby łączenia z takimi transakcjami jakichś szczególnych procedur lub wymogów prawnych w celu zabezpieczenia interesów innych inwestorów, samej spółki czy rynku w ogóle. Co innego, kiedy dochodzi do transakcji opiewających na tak pokaźne ilości akcji danej spółki publicznej, że ich nabycie może w rzeczywistości bądź to wywołać perturbacje cenowe w odniesieniu do ich kursu, a tym samym wpłynąć na decyzje inwestycyjne podejmowane przez innych akcjonariuszy, bądź to zmienić strukturę właścicielską tej spółki publicznej w sposób mogący determinować jej dalsze poczynania organizacyjne lub gospodarcze. W tym *de facto* tkwi sens ekonomiczny pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” – jako takich, którymi rozporządzanie może wywoływać różne skutki organizacyjne lub ekonomiczne w obrębie korporacji, jaką jest spółka publiczna, a w konsekwencji wpływać na wartość wyemitowanych przez nią walorów i decyzje inwestycyjne co do ich zakupu albo sprzedaży.⁵⁹

Z powyższego wynika także, całkowicie *notabene* zrozumiały w kontekście wspomnianych zależności ekonomicznych, brak konkretnej definicji legalnej omawianego pojęcia. Znaczące pakiety akcji w spółkach publicznych są bowiem różnych rozmiarów i generują różne możliwości bądź obowiązki w zależności od różnych uwarunkowań faktycznych. Zasadnie zatem zrezygnowano ze sztywnej definicji normatywnej badanego terminu, a w języku prawnym przyjęto po prostu mnogą postać tego terminu, tj. „znaczące pakiety akcji spółek publicznych” – zamiast „znaczący pakiet akcji spółki publicznej” – w celu zbiorczego określenia różnych ilości akcji, które w konkretnych warunkach ekonomicznych świadczą o swoim istotnym znaczeniu. Tak elastyczne rozwiązanie pozwala zresztą dopasować do znaczących pakietów akcji o różnych gabarytach wielkościowych poszczególne

⁵⁹ P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 279.

instytucje i obowiązki prawne o adekwatnej doniosłości – stosownej do założeń ochrony przypisanych do danej skali obrotu giełdowego i związanego z tą skalą ryzyka.

Niezależnie od uwarunkowań ekonomicznych determinujących charakter i znaczenie pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” – konieczne jest jednak sprecyzowanie zakresu tego pojęcia, skoro w dalszych fragmentach tego rozdziału mają być poddane analizie powinności prawne wynikające z transakcji mających za przedmiot tego rozmiaru pakiety akcji. Czymże zatem są na tle obrotu akcjami spółek publicznych przedmiotowe „znaczące pakiety akcji spółek publicznych” – jakich są one gabarytów, a zarazem na podstawie jakich kryteriów kwalifikuje (szacuje) się je jako „znaczące” po to, aby na ich nabywców nakładać różne, mniej lub bardziej uciążliwe, obowiązki prawne?

Rezultaty językowej interpretacji analizowanego pojęcia nie udzielą rzecz jasna ostatecznej odpowiedzi na postawione wyżej pytanie – co nie oznacza jednak, że nie warto do nich w tym miejscu sięgnąć. Zasygnalizować bowiem trzeba, że przymiotnik określający badane pakiety akcji jako „znaczące” pomocniczo wskazuje kierunek w jakim należy podążać w celu zidentyfikowania z jakiego rozmiaru ilościami akcji mamy do czynienia. Sformułowanie „znaczące” cechuje z pewnością nie mały, lecz pokaźny format pakietów akcji, o których mowa. Ów kierunek interpretacji językowej potwierdza słownik języka polskiego PWN pod red. W. Doroszewskiego, w myśl którego słowo „znaczący” oznacza „dość duży, spory, pokaźny, niemały”, ale również „ważny, wyróżniający się czymś, widoczny”.⁶⁰ Podobnie w świetle słownika języka polskiego PWN pod red. M. Szymczaka określenie „znaczący” to innymi słowy „dość duży pod względem liczby, ilości natężenia, pokaźny, niemały”, jak również „wyróżniający się czymś, odróżniający się, widoczny”.⁶¹ Sugerując się więc *stricte* językowym znaczeniem analizowanego pojęcia można, a wręcz należy odnieść wrażenie, że chodzi o pakiety akcji spółek publicznych wyróżniające się niebagatelną zarówno wielkością, jak i doniosłością – jeżeli chodzi o związane z ich posiadaniem uprawnienia lub obowiązki. Taka interpretacja pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” przybliży jego treść znaczeniową, jednakże wciąż nie wyjaśnia ostatecznie ani jego zakresu, ani kryteriów, które *de lege lata* decydują o uznaniu danej ilości akcji za taki pakiet, a co za tym idzie, o zastosowaniu względem transakcji obejmującej tę ilość akcji specjalnych regulacji przewidzianych, przede wszystkim, w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej.

⁶⁰ W. Doroszewski (red.), *Słownik języka polskiego*, t. X, Warszawa 1996-1997, s. 1215-1216.

⁶¹ M. Szymczak (red.), *Słownik języka polskiego PWN R-Z*, tom 3, Warszawa 1999, s. 978.

Jak zostało wspomniane – termin „znaczące pakiety akcji spółek publicznych” nie został zdefiniowany na gruncie normatywnym, ale zarówno ustawodawca polski, jak i europejski posługują się nim w treści aktów prawnych – choć w tych unijnych pojawia się nieco inne sformułowanie, a mianowicie „znaczące pakiety akcji”. W istocie jednak odmiennosć ta wynika z nieco trefnego przekładu (tłumaczenia) źródłowej regulacji unijnej z języka angielskiego na język polski. Tłumaczenie zostało wykonane w sposób oderwany od terminologii ugruntowanej w naszym rodzimym porządku prawnym. Terminem „znaczące pakiety akcji” nasz ustawodawca posługiwał się jeszcze na tle p.p.o.p.w., a więc znacznie wcześniej niż dokonywano tłumaczenia przepisów prawa unijnego w tym zakresie.⁶² *Notabene* termin „major holdings”, którym najczęściej posługuje się ustawodawca unijny w źródłowym angielskojęzycznym tekście dyrektywy o przejrzystości należy tłumaczyć raczej właśnie jako „znaczące pakiety akcji” niż „znaczące pakiety akcji” – czyli spójnie ze sformułowaniem przyjętym od dawna w polskim ustawodawstwie.⁶³ Pomimo tego w polskiej wersji językowej wspomnianej dyrektywy znalazło się pojęcie „znaczących pakietów akcji”. Rzecz jasna, wskazana rozbieżność w przekładzie (tłumaczeniu) regulacji unijnej z pierwotnego języka angielskiego na nasz język ojczysty ma marginalne znaczenie z punktu widzenia treści znaczeniowej pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” – choć należało ją tutaj odnotować.

Pojęcie „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” użyte zostało w ustawie o ofercie publicznej jako tytuł rozdziału 4, poświęconego, przede wszystkim, instytucjom prawnym mającym na celu zapewnienie równego dostępu do informacji dotyczących istotnych zmian w strukturze akcjonariatu spółek publicznych oraz ochronę interesów mniejszościowych akcjonariuszy tych spółek w obliczu znacznego, a, w określonych przypadkach, dającego faktyczną kontrolę nad spółką, wzrostu zaangażowania innego inwestora. *De lege lata* zatem wszelkie pakiety akcji spółek publicznych, do których odwołują się poszczególne przepisy rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej mieszczą się w zakresie tytułowego pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych”. Jednocześnie

⁶² W szczególności, termin „znaczące pakiety akcji” pojawił się już w p.p.o.p.w.f.p. w tytule rozdziału 7, brzmiącym „Nabycie znaczących pakietów akcji”, a następnie, zastosowano go na gruncie p.p.o.p.w., gdzie stanowił sam w sobie tytuł rozdziału 9. Ustawy te kształtowały początek regulacji normatywnej polskiego rynku kapitałowego i obowiązywały, odpowiednio, od kwietnia 1991 roku oraz od kwietnia 1998 roku. Por. S. Kamiński, *Znaczące pakiety akcji*, Glosa 2001, Nr 1, s. 14.

⁶³ Zob. A. Kienzler, *Słownik Prawniczo-Handlowy Angielsko-Polski. Finanse. Gospodarka. Prawo UE*, Janki 2005, s. 273; R. Kozierkiewicz, *Dictionary of Business Terms. English-Polish, 2nd Edition*, Vol. I, Warszawa 2010, s. 524; R. Kozierkiewicz, *Dictionary of Business Terms. Polish-English, 2nd Edition*, Vol. II, Warszawa 2010, s. 679; E. Ożga, *Słownik Terminologii Prawniczej*, Bydgoszcz-Warszawa 2005, s. 313.

najmniejszą ilością akcji spółki publicznej, z którą regulacje rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej wiążą konkretne uprawnienia lub powinności jest zasadniczo pakiet akcji dający 5% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Z osiągnięciem lub przekroczeniem tego właśnie progu w wyniku nabycia lub zbycia akcji spółki publicznej ustawodawca związał, przede wszystkim, obowiązki notyfikacyjne i informacyjne – obciążając nimi zarówno akcjonariuszy, jak i same spółki publiczne. Ponadto, na gruncie rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, z posiadaniem pakietu akcji dającego co najmniej 5% ogólnej liczby głosów nasz prawodawca połączył m.in. uprawnienie do wszczęcia procedury mającej na celu powołanie w spółce publicznej biegłego rewidenta ds. szczególnych. Biorąc zatem pod uwagę te rozwiązania normatywne, przyjąć należy, że zdaniem naszego ustawodawcy dolną granicę wielkości pakietów akcji w spółkach publicznych, które kwalifikować należy pod pojęciem „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” wyznacza próg w wysokości 5% udziału w ogólnej liczbie głosów w tego rodzaju spółkach. Oznacza to, że każda ilość akcji, która daje równy lub jakikolwiek wyższy udział głosów w spółce publicznej objęta jest zakresem pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” i podlega rygorowi prawnemu przewidzianemu w nazwanym tym pojęciem rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej.

Należy przy tym zwrócić szczególną uwagę na kryterium jakim posługuje się prawodawca – obejmując poszczególne ilości akcji spółek publicznych reżimem regulacji dedykowanych obrotowi znaczącymi pakietami akcji w tychże spółkach. Kryterium to nie odwołuje się bowiem do liczby akcji dającej określony udział w kapitale zakładowym spółki publicznej, lecz do stypizowanych progów procentowego udziału w całości głosów w takiej spółce. W tym sensie wiążące znaczenie z punktu widzenia oszacowania wielkości danego pakietu akcji według regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej ma nie tyle liczba akcji składających się na dany pakiet oraz jej udział na tle kapitału akcyjnego, co liczba głosów, do jakiej ów pakiet akcji uprawnia na tle całkowitej sumy głosów przypadających na wszystkie akcje spółki publicznej. Dodać trzeba, że obliczając liczbę głosów determinującą zastosowanie do danej ilości akcji spółki publicznej regulacji dotyczących „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” bierze się za podstawę wszelkie głosy ze wszystkich akcji wyemitowanych przez daną spółką – zarówno z tych zdematerializowanych i dopuszczonych do obrotu na rynku giełdowym, jak i z tych pozostających poza tym obrotem – nawet wówczas, gdy prawo głosu z poszczególnych akcji nie jest wykonywane lub jest ograniczone, wskutek np. regulacji ustawowych, postanowień statutowych, czy określonych zdarzeń

faktycznych.⁶⁴ Historyczne już wątpliwości na tym tle rozwiewa zresztą przepis art. 4 pkt 17) ustawy o ofercie publicznej, w myśl którego przez ogólną liczbę głosów rozumie się sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki. Pomimo tego ustawowego doprecyzowania, wielkości pakietów akcji w spółkach publicznych szacować trzeba każdorazowo *ad casum* i z dozą należytej ostrożności, albowiem możliwe jest, że liczba akcji składających się na dany pakiet, a także całkowita liczba akcji wyemitowanych przez spółkę publiczną będą niekiedy różne od, odpowiednio, liczby głosów, do jakiej ów pakiet akcji uprawnia oraz ogólnej liczby głosów, wynikających ze wszystkich akcji spółki publicznej. Sytuacje takie mogą mieć przecież miejsce, m.in. kiedy wśród akcji spółki publicznej znajdują się akcje uprzywilejowane co do głosu lub akcje nieme, jako takie, które z natury swojej prawa głosu nie inkorporują.⁶⁵

Jak zostało zasugerowane, w świetle rozwiązań przyjętych na tle obowiązujących regulacji o znacznych pakietach akcji spółek publicznych są to pakiety dające akcjonariuszom co najmniej 5% udział w ogólnej liczbie głosów na forum spółki publicznej.⁶⁶ Ów kierunek interpretacji pojęcia „znacznych pakietów akcji spółek publicznych” wskazuje zatem jedynie na dolną granicę jego zakresu wielkościowego, pozostawiając zarazem górną granicę otwartą. Oznacza to, że *de lege lata* każdy pakiet akcji, dający jakikolwiek większy niż 5% udział w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej, kwalifikuje się do omawianego pojęcia „znacznych pakietów akcji spółek publicznych”, a podejmowane w związku z nim działania akcjonariuszy są, co do zasady, relewantne z punktu widzenia dyspozycji poszczególnych norm prawnych rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej. W unormowaniach tych ustawodawca wskazuje zresztą na różne, kolejne wielkości znacznych pakietów akcji spółek publicznych (a *de iure* różne wielkości procentowe udziałów w ogólnej liczbie głosów w takich spółkach). Ponieważ będzie to przedmiotem wnikliwych rozważań w dalszych częściach pracy, w tym miejscu należy jedynie ogólnie zasygnalizować, że w związku z obrotem pakietami akcji, w wyniku nabycia których akcjonariusz osiąga lub przekracza 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33¹/₃%, 50%, 75% czy 90% ogólnej liczby głosów w spółce

⁶⁴ Por. P. Sokal, *Obowiązki spółek publicznych oraz akcjonariuszy w związku z nabyciem znacznych pakietów akcji*, Pr. Spółek 2006, Nr 12, s. 29; K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 411–412, jak również A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 58–59 oraz 399; a także D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 276, oraz M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 146 i 316.

⁶⁵ Zob. np. M. Wierzbowski, M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji spółek publicznych*, Warszawa 2002, s. 26–29 – wprawdzie publikacja ta sformułowana została w odniesieniu do regulacji nieobowiązującej już ustawy p.p.o.p.w., ale przedstawiona w niej wyczerpująca analiza sposobu obliczania wielkości nabytego pakietu akcji oraz ogólnej liczby głosów w spółce publicznej zdaje się w pełni aktualna, a tym samym pożyteczna w kontekście omawiania obecnej regulacji.

⁶⁶ Tak A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 386–387.

giełdowej powstają, co do zasady, stosowne obowiązki notyfikacyjne – informacyjne. Z kolei w związku z zamiarem nabycia (zaś w wyjątkowych przypadkach dokonany już nabyciem) pakietów akcji uprawniających do więcej niż 33% bądź 66% udziału w całkowitej liczbie głosów w spółce publicznej, w określonych okolicznościach, powstają doniosłe obowiązki w sferze tzw. wezwań na akcje – polegające, w największym uproszczeniu, na wymogu złożenia publicznej oferty nabycia konkretnej części bądź całości akcji danej spółki publicznej od wszystkich jej pozostałych akcjonariuszy za godziwą cenę (obliczoną według bezwzględnych kryteriów ustawowych). Ponadto, w przypadku posiadania znacznego pakietu akcji spółki publicznej dającego co najmniej 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, akcjonariusz staje się podmiotem szczególnych zarówno uprawnień, jak i obowiązków w zakresie, odpowiednio, tzw. przymusowego wykupu reszty akcji od pozostałych drobnych akcjonariuszy z własnej inicjatywy (ang. *squeeze out* – wyciśnięcie) i, będącego jego lustrzanym odbiciem, tzw. przymusowego odkupu akcji od tychże pozostałych drobnych akcjonariuszy na ich żądanie (ang. *sell out*).⁶⁷

Podobnie rzecz ma się jeżeli chodzi o zakres pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” w kontekście prawa unijnego. Jak zostało wyżej wspomniane, nie ma większego merytorycznego znaczenia fakt, iż pojęcie owo w polskiej wersji językowej dyrektywy o przejrzystości jawi się nieco odmiennie, tj. jako „znaczące pakiety akcji”. W myśl rozwiązań przyjętych w tej dyrektywie prawodawca europejski kreuje obowiązki notyfikacyjne akcjonariuszy, którzy nabywają lub zbywają znaczne pakiety akcji, odnosząc je do następujących progów procentowego udziału w ogólnej liczbie głosów: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% lub 33¹/₃%, 50%, 66²/₃% lub 75%. Wielkości te są więc jak widać w zasadzie identyczne z tymi, które obowiązują w ustawie o ofercie publicznej. Stan ten nie może zresztą dziwić, albowiem rozwiązania dyrektywy o przejrzystości mają w tym zakresie charakter wzorcowy, a poszczególne przepisy ustawy o ofercie publicznej stanowią ich implementację do naszego porządku prawnego.⁶⁸ Nieco inaczej kształtuje się w sprawie identyfikacji przez europejskiego legislatora gabarytu „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” w kontekście powstania obowiązków dotyczących tzw. wezwań na akcje. Na gruncie źródłowej

⁶⁷ Na temat instytucji przymusowego wykupu i odkupu akcji w spółkach publicznych zob. szerzej np. W. Walasek, *Polska regulacja przymusowego wykupu drobnych akcjonariuszy spółek publicznych (squeeze out)*, PPH 2008, Nr 2, s. 53 i nast.; P. Piniór, W. Wyrzykowski, *Przymusowy wykup i odkup akcji w spółkach publicznych i niepublicznych*, Pr. Spółek 2008, Nr 9, s. 15 i nast.; A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, „Wyjście” wspólnika lub akcjonariusza ze spółki kapitałowej, PPH 2010, Nr 7, s. 43; A. Puchalski, *Polska regulacja przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych na tle prawa unijnego*, PPH 2015, Nr 1, s. 45 i nast.; a także M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 516–537; oraz A. Waclawik-Wejman (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 542–571.

⁶⁸ Szerzej na ten temat zob. dalej pkt 1.4.2.2.

dyrektywy ws. ofert przejęcia, po pierwsze, nie zostało w ogóle użyte badane sformułowanie, a, po drugie, obowiązek ogłoszenia wezwania na akcje (oferty przejęcia – według nomenklatury tejże dyrektywy) nie został związany z jakimś konkretnym udziałem w kapitale bądź w ogóle głosów w spółce publicznej, lecz z osiągnięciem faktycznej kontroli nad taką spółką – przy czym sprecyzowanie wielkości udziału dającego tę kontrolę pozostawiono prawodawcom poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej.⁶⁹ Nie ulega zatem wątpliwości, że w myśl europejskiego prawa przejąć pakiety akcji w rozmiarze dającym rzeczywistą kontrolę nad spółkami publicznymi wpisują się w zakres omawianego pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych”. Z kolei na tle instytucji tzw. przymusowego wykupu, jak i przymusowego odkupu akcji w spółce publicznej, źródłowa dyrektywa ws. ofert przejęcia odwołuje się już do konkretnych rozmiarów znaczących pakietów akcji, wiążąc z nimi potrzebę bądź możliwość zastosowania tych procedur. Są to pakiety akcji reprezentujące nie mniej niż 90% kapitału dającego prawo głosu i 90% w ogólnej liczbie głosów w spółce będącej przedmiotem oferty przejęcia, a zatem identyczne co do wielkości z tymi, które ostatecznie wdrożono do polskiej regulacji.

Na tle zasygnalizowanych unormowań – zarówno polskich, jak i wzorcowych europejskich – kreuje się więc dosyć szeroki i, jak zostało wspomniane kilka akapitów wyżej, zbiorczy charakter pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych”. Pakietami określonymi tym mianem mogą być bowiem zarówno pakiety akcji uprawniające do kilku lub kilkunastu procent ogólnej liczby głosów w spółkach publicznych, a więc nie mające *de facto* strategicznego znaczenia, ani nie predestynujące do bycia większościami, jak również pakiety akcji dające kilkadziesiąt procent udziału w ogólnej liczbie głosów w spółkach publicznych, a w tym właśnie pakiety większościami i umożliwiające sprawowanie realnej kontroli nad funkcjonowaniem tych spółek. Mając to na uwadze nie można postrzegać zakresu pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” w sposób sztywny i jednorodny. Dany znaczny pakiet akcji może być bowiem innemu takiemu pakietowi nie równy – chociażby składały się na niego tego samego rodzaju walory, wyemitowane przez jedną i tę samą spółkę publiczną. Być może z tych właśnie względów, europejski prawodawca rozróżnia na tle językowym poszczególne znaczne pakiety akcji spółek i posługuje się w źródłowych dyrektywach terminem zarówno „znaczących pakietów akcji” (*major holdings* – pkt 2, 18, 20 preambuły oraz tytuł części I rozdziału III dyrektywy o przejrzystości, a także *significant shareholdings* – art. 10 ust. 1 lit c) dyrektywy ws. ofert przejęcia), jak i

⁶⁹ Szerzej na ten temat zob. dalej pkt 1.5.3.3.

„kontrolnych pakietów akcji” (*controlling holdings* – pkt 10 preambuły dyrektywy ws. ofert przejęcia), czy „większościowych pakietów akcji” (*majority interests* – pkt 19 preambuły dyrektywy ws. ofert przejęcia) – dostosowując nazewnictwo do danego kontekstu ekonomicznego.

W związku z powyższym pojęcie „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” rozumieć trzeba *sensu largo*, jako pakiety akcji dające minimum 5% ogólnej liczby głosów w takich spółkach, przy czym skalę wielkości tych pakietów należy każdorazowo weryfikować – w kontekście konkretnych zdarzeń oraz mających do nich zastosowanie regulacji, w których wskazane są odpowiednie rozmiary tych pakietów akcji. W zależności bowiem od tego z jaką rzeczywiście ilością akcji, a przede wszystkim, liczby głosów przypadających z tychże akcji (na tle ogólnej liczby głosów) mamy do czynienia w ramach konkretnego znacznego pakietu – zastosowanie mogą mieć odmienne instytucje prawne o adekwatnym nasileniu. W tym sensie zauważyć można zresztą swoistą tendencję, że proporcjonalnie ze wzrostem gabarytów nabywanych znaczących pakietów akcji, zwiększa się też doniosłość przypisanych do nich mechanizmów prawnych – począwszy od obowiązków informacyjnych (związanych z udziałem o wielkości co najmniej 5% w ogólnej liczbie głosów), przez obowiązki polegające na ogłoszeniu tzw. wezwań na akcje (w związku z zamiarem osiągnięcia bądź osiągnięciem 33% lub 66% ogólnej liczby głosów), skończywszy na obowiązkach w sferze procedur tzw. przymusowego wykupu lub tzw. przymusowego odkupu akcji (związanych z posiadaniem 90% ogólnej liczby głosów). Tendencja ta wydaje się zresztą generalnie zrozumiała, albowiem im większe zaangażowanie akcjonariusza, tym większe też jego uprawnienia, a zarazem obowiązki związane z uzyskaniem tegoż zaangażowania.

Reasumując, pojęcie „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” rozumiane będzie w toku wywodów prowadzonych w dalszych częściach tej rozprawy – w myśl przedstawionej wyżej koncepcji – jako pakiety akcji reprezentujące co najmniej 5% udziału w ogólnej liczbie głosów w spółkach publicznych, przy czym, w zależności od analizowanej w danej części rozprawy instytucji prawnej, pod pojęciem tym będzie trzeba rozumieć pakiety odpowiednio większe i dające faktyczną kontrolę nad spółkami publicznymi, bądź też tej kontroli nie dające. Dystynkcje te zostaną rzecz jasna we właściwych miejscach pracy wyraźnie zasygnalizowane albo wynikły będą jasno z kontekstu. Ze względów zaś *stricte* stylistycznych, pozostających bez znaczenia dla treści i zakresu pojęcia „znaczących pakietów akcji spółek publicznych”, w dalszych fragmentach pracy pojęcie owo będzie używane wymiennie ze sformułowaniami takimi, jak „znaczące ilości akcji spółek publicznych”,

„znaczące pakiety akcji spółek publicznych”, czy „znaczące ilości akcji spółek publicznych”.⁷⁰

Na sam koniec warto zwrócić uwagę, że przeanalizowane pojęcie „znaczących pakietów akcji spółek publicznych” odnosi się wyłącznie do tego szczególnego podtypu spółek prawa handlowego, jakimi są spółki publiczne. Wyodrębnienie zresztą tej specjalnej kategorii spółek na tle pozostałych spółek prawa handlowego – jako *a contrario* spółek prywatnych – ma zresztą fundamentalne znaczenie z punktu widzenia reżimu oraz ram prawnych rynku kapitałowego w ogóle.⁷¹ Przypomnieć więc należy, że zgodnie z art. 4 pkt 20) ustawy o ofercie publicznej spółką publiczną jest spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana na zasadach określonych przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.⁷² Przede wszystkim chodzi o przepis art. 5 ust. 1 tejże ustawy, w świetle którego dematerializacja oznacza sytuację, w której papiery wartościowe – będące przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, lub emitowane przez Skarb Państwa lub NBP – nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych (dematerializacja). Zagadnienie dematerializacji należy uzupełnić o postanowienie przepisu art. 7 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, zgodnie z którym prawa inkorporowane w zdematerializowanych papierach wartościowych (w tym, w

⁷⁰ Zabieg ten pełnić ma funkcję stylistyczną a jego wyłącznym celem jest urozmaicenie warstwy językowej dysertacji z punktu widzenia czytelnika. Nie ulega bowiem kwestii, że akcja jest rzeczą policzalną (rzeczownikiem policzalnym), a więc na tle lingwistycznym należy ją łączyć wyłącznie z liczbą, a nie z ilością.

⁷¹ Na temat szczególnej natury normatywnej spółek publicznych zob. szerzej M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, PPH 2008, Nr 1, s. 4 i nast.; M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009, Nr 3, s. 10 i nast.; A. Chłopecki, *Regulacje spółki publicznej a kodeks spółek handlowych*, PPH 2015, Nr 4, s. 55; M. Wołangiewicz, *Typologia przejęć spółek publicznych*, PPH 2018, Nr 3, s. 28.

⁷² Z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi – zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 61. W tym miejscu należy jednocześnie zwrócić uwagę – mając na uwadze niedaleką przyszłość – na zaproponowaną niedawno, odmienną definicję spółki publicznej, która została sformułowana w ramach projektu nowelizacji ustawy o ofercie publicznej oraz niektórych innych ustaw z dnia 6 listopada 2018 r. o numerze UC130 (zwanego dalej jako „Projekt nr UC130”) – zob. Projekt nr UC130 opublikowany na stronie internetowej Rządowego Centrum Legislacji („RCL”) pod adresem: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000>. W odróżnieniu od aktualnej definicji spółki publicznej, w myśl art. 1 pkt 4) lit. i) Projektu nr UC130, zmieniającego brzmienie art. 4 pkt 20) ustawy o ofercie publicznej, spółką publiczną miałaby być spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona lub wprowadzona na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi. Ustawodawca argumentuje zaproponowaną zmianę definicji spółki publicznej potrzebą dostosowania siatki pojęciowej ustawy o ofercie publicznej do przepisów rozporządzenia 2017/1129 – zob. szerzej Uzasadnienie Projektu nr UC130, s. 4 (dokument dostępny na stronie internetowej RCL pod adresem: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000/katalog/12549052#12549052>). Wszystkie dane internetowe wedle stanu na dzień 1 stycznia 2019 r. Projektowaną zmianę należy ocenić pozytywnie nie tylko ze względu na realizację potrzeby harmonizacji prawa rynku kapitałowego na obszarze UE, lecz, przede wszystkim, ze względu na odejście od mocno dyskusyjnego charakteru obecnej definicji spółki publicznej. Por. A. Chłopecki (w:) K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Pukszt, *Prawo handlowe*, Warszawa 2017, s. 224.

szczegółności, w akcjach) powstają z momentem ich zapisania po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej jego posiadaczem.⁷³ Co za tym idzie, spółką publiczną jest *de lege lata* spółka mająca zdolność emitowania akcji, przy czym spośród wyemitowanych przez nią akcji co najmniej jedna nie może mieć formy dokumentu, lecz w rezultacie dematerializacji przyjmuje postać zapisu elektronicznego we właściwym rejestrze prowadzonym przez KDPW. Teoretycznie rzecz biorąc spółką publiczną może więc być zarówno spółka akcyjna, jak i spółka komandytowo-akcyjna – jakkolwiek z powodu trudności wynikających z osobowego charakteru tej drugiej, w praktyce polskiego rynku giełdowego status spółek publicznych uzyskują tylko spółki akcyjne.⁷⁴ Ze względów zatem praktycznych wszelkie rozważania prowadzone w dalszych częściach pracy w odniesieniu do mechanizmów prawnych związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych polegały będą na konsekwentnym założeniu, iż spółkami tymi są właśnie spółki akcyjne. Jednocześnie zamiast pojęcia „spółki publicznej” stosowany będzie dalej wymiennie potocznie używany termin „spółki giełdowej”.

1.3. Klasyfikacja obowiązków

Nabywanie znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych determinuje istotne zmiany w strukturach ich akcjonariatu. Wzrost zaangażowania akcjonariuszy w spółkach publicznych może mieć na celu uzyskanie w tych spółkach pozycji strategicznych z punktu widzenia oddziaływania na ich funkcjonowanie, a niekiedy nawet może oznaczać całkowitą ich majoryzację w tym zakresie.⁷⁵ Zmiany w strukturach akcjonariatu spółek publicznych

⁷³ Odnośnie pojęć papieru wartościowego oraz dematerializacji zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 874 i nast.; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 267 i nast.; a także M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 602 i nast.; M. Lemonnier, J. J. Zięty, M. Mariański, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011, Nr 8, s. 43 i nast.

⁷⁴ Por. M. Matczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Matczyński [et al.], *op. cit.*, s. 118; A. Szumański (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom I. Komentarz do artykułów 1-150*, Warszawa 2012, s. 105; oraz A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 62.

⁷⁵ Pojęcie „majoryzacji” spółki publicznej nie należy wprowadzić do języka prawnego, ale stało się powszechnie używanym w literaturze przedmiotu sformułowaniem – określającym stan – poziom dominacji w spółce przez większościowego akcjonariusza, umożliwiającą mu sprawowanie nad spółką faktycznej kontroli. Por. A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2000, Nr 1, s. 17. Nie wnikając w szczegóły, które zostaną przedstawione w dalszych częściach pracy, należy zasygnalizować w tym miejscu, że majoryzacja – w zależności od okoliczności faktycznych występujących w spółce, m.in. od stopnia rozproszenia jej akcjonariatu – może mieć w praktyce miejsce wraz z osiągnięciem różnych poziomów zaangażowania. W warunkach polskich za progi majoryzacji spółek publicznych uznano zaangażowanie na poziomie 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej – choć wyłącznie z osiągnięciem lub przekroczeniem tego drugiego progu wiąże się obowiązek

wywołane transakcjami mającymi za przedmiot znaczne ilości ich akcji muszą być zatem przejrzyste dla rynku – niezbędne jest ich ujawnienie do wiadomości publicznej w celu zapewnienia wszystkim akcjonariuszom oraz potencjalnym inwestorom bieżącego dostępu do informacji o rozkładzie sił (udziałów) w spółkach publicznych oraz o jego zmianach.⁷⁶ Tylko poprzez założenie równego dostępu do tego rodzaju informacji wszyscy gracze na rynku mogą dokonać oceny potencjalnych kierunków rozwoju danych spółek publicznych, a co za tym idzie podjąć najwłaściwszą dla siebie decyzję odnośnie tego czy zrezygnować z inwestycji w walory konkretnej spółki, czy przy tej inwestycji pozostać, a jeśli tak, to czy w tę inwestycję jeszcze bardziej się zaangażować. Informacje na temat istotnych zmian w strukturach akcjonariatu spółek publicznych mają niebagatelne znaczenie dla kształtowania wartości ich kursu akcji na rynku notowań giełdowych.⁷⁷ Z kolei w razie zaistnienia tak znaczących zmian własnościowych w spółce publicznej, które zarazem prowadzą do majoryzacji takiej spółki przez dominującego akcjonariusza, poza ujawnieniem szczegółów tych zmian niezbędne jest także wyposażenie wszystkich pozostałych akcjonariuszy (mniejszościowych) w prawo wydostania się (prawo wyjścia – ang. *exit right*) z tejże spółki na równych i godziwych warunkach. Istotą takiego założenia jest stworzenie warunków gospodarczych, w ramach których w obliczu (z)majoryzowania spółki publicznej wszyscy dotychczasowi jej akcjonariusze muszą mieć możliwość z tej szansy wyjścia skorzystać, bądź nie skorzystać – według własnego uznania i wyboru. Regulacje rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej kształtujące obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych nie mają *de facto* wcale za zadanie wyznaczyć tymże dotychczasowym akcjonariuszom definitywnego kierunku tej, zazwyczaj niezwykle skomplikowanej ekonomicznie, decyzji inwestycyjnej, ale mają im pomóc w dokonaniu właściwego wyboru – poprzez, z jednej strony, zagwarantowanie transparentności i przejrzystości wszelkich istotnych zmian w akcjonariacie spółek publicznych, a, z drugiej strony – kiedy zmiany te mają tak doniosły rozmiar, że oznaczają zarazem zdominowanie spółki publicznej, a tym samym

akcjonariusza złożenia oferty zakupu wszystkich pozostałych akcji w spółce publicznej. Z tego względu część doktryny posługuje się pojęciem „majoryzacji” wyłącznie w odniesieniu do obowiązków związanych z uzyskaniem progu 66% ogólnej liczby głosów w spółkach publicznych – zob. np. K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 433; lub M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 438. W niniejszej pracy pojęcie „majoryzacji” traktowane będzie jednakże uniwersalnie i przypisane zbiorczo do obowiązków w sferze tzw. wezwań na akcje związanych z przekroczeniem obu wspomnianych poziomów istotności zaangażowania znacznego akcjonariusza, tj. zarówno progu 33%, jak i progu 66% ogólnej liczby głosów w spółkach publicznych – tak też M. Dyl (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 794.

⁷⁶ Por. *Ibidem*, s. 787; P. Sokal, *op. cit.*, s. 29-30.

⁷⁷ Zob. P. Wajda, *op. cit.*, s. 279 i 281; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011, s. 66-67.

zmarginalizowanie ich pozycji tej spółce – umożliwienie im zbycia posiadanych przez nich walorów oraz wyjścia ze spółki na uczciwych zasadach.

Na tym tle wyodrębniono więc dwie zasadnicze kategorie obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych. Obie kategorie wynikają ze skorelowanych ze sobą bezpośrednio względów funkcjonalnych, o których była mowa powyżej, ale wykazują się odmienną treścią, zakresem zastosowania i sposobem realizacji. Po pierwsze, są to obowiązki notyfikacyjne – informacyjne, a po drugie obowiązki w zakresie ogłaszania i przeprowadzania tzw. wezwań na akcje. Jak zostało już stwierdzone w poprzednich częściach pracy – kształt obu tychże kategorii obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych ma swoje źródło we wzorcowych standardach europejskich zawartych, odpowiednio, w dyrektywie o przejrzystości i dyrektywie ws. ofert przejęcia, które z kolei zostały transponowane do rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej. Obowiązki te zostaną poddane szczegółowym badaniom w kolejnych częściach tego rozdziału rozprawy, jednakże przy okazji ich klasyfikowania w tym miejscu należy zwrócić uwagę na ich dalszy podział (typizację) ze względu na ich różną treść, różny zakres zastosowania oraz indywidualne umiejscowienie w systematyce specjalnych mechanizmów prawnych dedykowanych bezpieczeństwu obrotu papierami wartościowymi na rynku regulowanym.

Regulacje poświęcone obowiązkom notyfikacyjnym – informacyjnym w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych zawierają się, przede wszystkim, w przepisach art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej. W ujęciu redakcyjnym są to przepisy „otwierające” rozdział 4 tejże ustawy.⁷⁸ Warto odnotować, że wskazana kategoria obowiązków stanowi fragment pewnej całości specjalnego reżimu obowiązków informacyjnych mających zastosowanie na rynku giełdowym, na który składają się, w szczególności, obowiązki spółek publicznych związane z przeprowadzaniem oferty publicznej papierów wartościowych lub dopuszczeniem tych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, czyli obowiązek sporządzenia i publikacji prospektu emisyjnego oraz obowiązki polegające na publikowaniu informacji poufnych oraz bieżących i okresowych (tzw. stałe obowiązki informacyjne).⁷⁹ Adresatem tych ostatnich obowiązków są jednak same spółki publiczne, a ich treść odnosi się generalnie do wszelkich zdarzeń lub okoliczności dotyczących pośrednio lub bezpośrednio spółki publicznej tudzież (wy)emitowanych przez

⁷⁸ Przepisy te umiejscowione są zarazem w oddziale 1 rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, zatytułowanym dość sugestywnie z punktu widzenia jego zawartości – „Ujawnienie stanu posiadania”.

⁷⁹ Zob. *Ibidem*, s. 66.

nią walorów, które mogą, choćby potencjalnie, mieć cenotwórczy charakter. Na tym tle specyfika obowiązków notyfikacyjnych – informacyjnych uregulowanych w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej jest odmienna. Przede wszystkim, spoczywają one w pierwszej kolejności na akcjonariuszach, którzy to mają obowiązek notyfikować spółce oraz KNF dokonanie przez siebie transakcji – a spółki publiczne ponoszą dopiero odpowiedzialność za dalsze upublicznienie tychże notyfikacji uzyskanych od akcjonariuszy.⁸⁰ Co więcej, charakterystyczne jest, że treść informacji ujawnianych w trybie tych obowiązków „ograniczona” jest, co do zasady, do kwestii związanych ze wzrostem lub spadkiem zaangażowania akcjonariuszy w spółkach publicznych – powyżej lub poniżej zdefiniowanych ustawowo procentowych progów udziału w ogólnej liczbie głosów. Wśród tychże obowiązków notyfikacyjnych – informacyjnych związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych wyróżnić więc można: 1) obowiązki notyfikacyjne nałożone na akcjonariuszy – nabywających znaczne ilości akcji w spółkach publicznych i w ten sposób osiągających lub przekraczających istotne progi zaangażowania w ogólnej liczbie głosów w takich spółkach; oraz powstające w wyniku ich prawidłowej realizacji 2) obowiązki publikacyjne spoczywające na samych spółkach giełdowych odnośnie do prowadzenia polityki informacyjnej w sferze znaczących zmian w akcjonariacie tych spółek; a także 3) obowiązki informacyjne ciążące na spółkach publicznych związane z ujawnianiem informacji o akcjonariuszach biorących udział w WZA i posiadających na nim znaczną ilość głosów. Dwa ostatnie rodzaje obowiązków nie stanowią *sensu stricto* obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych, lecz jawią się raczej jako powinności dedykowane ujawnianiu struktury akcjonariatu lub rozkładu głosów na odbytych WZA – w tym kontekście jednakowoż wpisują się wyraźnie w założenia funkcjonalne badanych obowiązków i dlatego też należy je zakwalifikować *sensu largo* do ich systematyki.

Spośród obowiązków nałożonych na nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych najbardziej doniosły charakter mają powinności odnoszące się do ogłaszania i przeprowadzania tzw. wezwań na akcje w spółkach publicznych.⁸¹ Wymogom w tym zakresie poświęcony został indywidualnie oddział 2 rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, przy czym z konstrukcyjnego punktu widzenia kluczowe przepisy dotyczące obowiązków w sferze realizacji wezwań na akcje stanowią art. 73 oraz art. 74 tejże ustawy.⁸² Przepisy te regulują

⁸⁰ Por. K. Haładaj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 418; a także P. Wajda, *op. cit.*, s. 280.

⁸¹ Tak też M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 23.

⁸² Do przepisów tych zaliczał się jeszcze niedawno art. 72 ustawy o ofercie publicznej, który regulował mechanizm tzw. „małego” wezwania związanego z nabywaniem znacznych ilości akcji spółek publicznych w krótkim odstępie czasu. Jego *ratio legis* polegało przeciwdziałaniu nagłym i nienaturalnym wahaniom

mechanizmy tzw. wezwań majoryzacyjnych związanych z zamiarem nabycia lub nabyciem znacznych pakietów akcji tak pokaźnych rozmiarów, które pozwalają na osiągnięcie lub przekroczenie określonych ustawowo progów majoryzacji spółki publicznej – czyli na uzyskanie takiego poziomu zaangażowania w ogólnej liczbie głosów w spółce, który umożliwi, z reguły, sprawowanie faktycznej kontroli nad nią. W tym kontekście powinności dotyczące tzw. wezwań majoryzacyjnych wyróżniają się na tle pozostałych obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Ich nadrzędnym celem jest bowiem ochrona interesów dotychczasowych akcjonariuszy (mniejszościowych) w spółce publicznej w obliczu przejścia nad nią kontroli – polegająca na umożliwieniu wszystkim tym akcjonariuszom zbycia części lub całości należących do nich akcji na warunkach przewidzianych w ramach wezwania – według ich własnego wyboru – a co za tym idzie ograniczenia zaangażowania w zmajoryzowanej spółce, bądź definitywnego wycofania się z niej.⁸³

Pośród regulacji powiązanych *sensu largo* z typologią obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych znajdują się także przewidziane w oddziale 3 rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej powinności (i uprawnienia) akcjonariuszy w zakresie procedur tzw. przymusowego wykupu (ang. *squeeze-out*) i odkupu (ang. *sell-out*) akcji oraz powołania biegłego rewidenta ds. szczególnych, jak również widniejący w rozdziale 5 ustawy o ofercie publicznej, a ściśle rzecz biorąc w przepisie art. 91 ust. 6 tej ustawy, obowiązek ogłoszenia tzw. wezwania „delistingującego” (in. „delistującego”) – skierowanego na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej w przypadku dążenia akcjonariusza większościowego do zniesienia dematerializacji akcji spółki, a co za tym idzie, pozbawienia spółki statusu spółki publicznej oraz wycofania jej walorów z obrotu na rynku regulowanym (ang. *delisting*).⁸⁴ Wymogi te, choć związane z obrotem znacznymi pakietami

(wzrostom) kursu akcji takiej spółki, przy jednoczesnym ogólnym wroście popytu na nie (tzw. efekt popytowy). W wyniku jednak nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z dnia 26 stycznia 2017 r., która weszła w życie 17 marca 2017 r. (Ustawa z dnia 26 stycznia 2017 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. z 2017 r. poz. 452) przepis ten uchylono. Szerzej na temat wezwania na akcje z uchylonego art. 72 ustawy o ofercie publicznej zob. pkt 1.5.2.

⁸³ Por. np. M. Matczyński, *op. cit.*, s. 23. Szczegółowo na temat *ratio legis* i funkcji tzw. wezwań majoryzacyjnych zob. dalsze części rozprawy, przede wszystkim, pkt 1.5.3.1.

⁸⁴ Szerzej na temat procedury zniesienia dematerializacji akcji spółki publicznej i stanowiącego jej rezultat delistingu zob. np. P. Sokal, *Wykonywanie praw korporacyjnych oraz rematerializacja akcji w spółce publicznej*, Pr. Spółek 2007, Nr 3, s. 40; J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji w związku z planowaną nowelizacją ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2012, Nr 12, s. 16 i nast.; M. Matczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 524 i nast.; lub A. Puchalski, M. Zmysłowska, *Podmiot uprawniony do rozpoczęcia procedury zniesienia dematerializacji akcji - uwagi na kanwie art. 91 ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2013, Nr 8, s. 32 i nast. Por. także art. 1 pkt 59) Projektu nr UC130 zawierający propozycję nowego brzmienia przepisów art. 91 i art. 92 ustawy o ofercie publicznej.

akcji spółek giełdowych, mają jednak różną charakterystykę od stypizowanych dotychczas dwóch grup obowiązków. W związku z tym nie należą one *sensu stricto* do klasyfikacji obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych, ale jawią się jako ich swoiste uzupełnienie.⁸⁵ Na nieco odmienne znaczenie obowiązków w zakresie tzw. przymusowego wykupu (ang. *squeeze-out*) i odkupu (ang. *sell-out*) akcji czy ogłoszenia tzw. wezwania „delistingującego” zdaje się zresztą wskazywać fakt, że przypadki ich niedopełnienia nie aktualizują *ex lege* korporacyjnoprawnej sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji (tak, jak ma to miejsce w razie uchybienia obowiązkowi notyfikacyjnemu, a także obowiązkowi odnośnie przeprowadzania wezwań, uregulowanym w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej). Ponieważ zasadniczym przedmiotem pracy jest analiza problematyki zaistniałej na tle tejże sankcji, a jednocześnie sankcja ta nie ma zastosowania do przypadków naruszeń wymienionych w tym akapicie mechanizmów – to nie będą one dalej omawiane pośród powinności kwalifikujących się do klasyfikacji obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych.

1.4. Obowiązki notyfikacyjne i informacyjne

1.4.1. *Ratio legis*

Rozwijając zasygnalizowaną w poprzednim punkcie myśl, należy przede wszystkim podkreślić, że powinności notyfikacyjne – informacyjne uregulowane w art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej stanowią element swego rodzaju systemu obowiązków informacyjnych funkcjonującego na rynku giełdowym, którego podstawowy celem jest dbałość o efektywność, transparentność i przejrzystość tego rynku, a przeto o bezpieczeństwo obrotu dokonywanego w obrębie tego rynku, które z kolei stanowi podstawową przesłankę budowania trwałego zaufania inwestorów do tego rynku oraz do spółek publicznych, których walory są na jego forum notowane.⁸⁶ Osiągnięcie tak złożonego celu jest możliwe, w szczególności, poprzez zapewnienie wszystkim inwestorom uczestniczącym w zorganizowanym obrocie papierami wartościowymi powszechnego i równego dostępu do wszelkich istotnych informacji, które dotyczą spółek giełdowych i mogą wywierać wpływ na

⁸⁵ Por. M. Matczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 315.

⁸⁶ Zob. szerzej nt. ogólnych założeń reżimu obowiązków informacyjnych na rynku giełdowym – T. Sójka, *op. cit.*, s. 33 i nast., a także R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 19 i nast.

rzetelną wycenę ich akcji, a, co za tym idzie, umożliwić podejmowanie racjonalnych decyzji inwestycyjnych odnośnie ich zakupu lub sprzedaży.⁸⁷

Nie chcąc powielać analizy znaczenia informacji na rynku giełdowym, którą przeprowadziłem na łamach publikacji poświęconej obowiązkowi informacyjnym spółek publicznych⁸⁸, chciałbym jednak zwrócić w tym miejscu symboliczną uwagę na szczególną rolę informacji we współczesnym obrocie gospodarczym, a w szczególności, w obrocie giełdowym. Niosąc za sobą rozmaite komunikaty i dane stanowią one bowiem swoiste dobro rynkowe, które cechuje wymierna wartość ekonomiczna. Zależność tę trafnie zresztą oddaje powszechnie znane w obrocie gospodarczym stwierdzenie, iż „informacja to pieniądz”, które dość wyraźnie sygnalizuje ekonomiczny sens informacji.⁸⁹ Informacje na rynku giełdowym są podstawowym źródłem wiedzy o spółkach publicznych, ich walorach oraz obrocie nimi. Jako takie umożliwiają dokonywanie prawidłowej oceny ryzyka inwestycyjnego, a co za tym idzie, ułatwiają inwestorom podejmowanie optymalnych decyzji o efektywnej alokacji ich nadwyżek finansowych w papiery wartościowe notowane na rynku giełdowym. Powszechny dostęp do jak najszerszej gamy informacji o spółkach publicznych, ich walorach, akcjonariacie i jego zmianach jest zatem stanem ze wszech miar pożądanym. Z drugiej strony nie oznacza to, że każda taka informacja jest „na wagę złota” ani, że znaczna ilość takich informacji przekłada się każdorazowo na jakość wiedzy niezbędnej inwestorom do skutecznej realizacji ich interesów ekonomicznych na rynku papierów wartościowych. Tzw. „zalew” informacji – komunikatów pochodzących z niewiadomego źródła, nieprecyzyjnych i dwuznacznych, o słabej i nieweryfikowalnej jakości – jest równie szkodliwy dla rynku papierów wartościowych, co brak informacji, a w skrajnych okolicznościach może doprowadzić do faktycznego chaosu na jego forum. Z tego względu informacje wartościowe z punktu widzenia ochrony interesów ekonomicznych uczestników obrotu na rynku giełdowym postrzegać należy w obiektywny sposób, tj. przez pryzmat ich rzeczywiście istotnego znaczenia, rzetelnego kształtu, powszechnej dostępności oraz dystrybucji w odpowiednim trybie i w przystępnej formie przez zobowiązane do tego podmioty.⁹⁰ Tak właśnie selekcyonowane informacje stanowią podstawowy czynnik efektywności wyceny notowanych

⁸⁷ B. Binek, P. Heciak, M. Stępniewski, D. Waltz-Komierowska, *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, Warszawa 2007, s. 77; M. Barczak, *Obowiązki informacyjne związane z nabyciem znacznego pakietu akcji spółki publicznej*, Pr. Spółek 2009, Nr 6, s. 55-56. Na temat cenotwórczego charakteru informacji na rynku giełdowym zob. np. A. Chłopecki, *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych* (w:) Nowicka A. (red.), *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi S. Soltysińskiemu*, Poznań 2005, s. 383.

⁸⁸ R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 19 i nast.

⁸⁹ *Ibidem*, s. 20.

⁹⁰ *Ibidem*, s.21.

na rynku regulowanym walorów, a co za tym idzie przesłankę świadomości inwestorów co do racjonalności dokonywanych przez nich transakcji i, w rezultacie, ogólnego ich zaufania do rynku papierów wartościowych.

W tym kontekście niebagatelną rolę odgrywają m.in. informacje dotyczące struktury akcjonariatu w spółkach publicznych, a także wszelkich istotnych zmian tego akcjonariatu zaistniałych, w szczególności, w wyniku transakcji mających za przedmiot znaczne ilości akcji tych spółek. Zdarzenia polegające na pojawieniu się w spółce publicznej nowego znaczącego akcjonariusza, czy na istotnym zwiększeniu zaangażowania przez dotychczasowego takiego akcjonariusza, bądź na wycofaniu się ze spółki publicznej strategicznego inwestora – stanowią bowiem szczególnie ważny czynnik postrzegania sytuacji takiej spółki, perspektyw jej rozwoju, a zarazem kształtowania kursu jej akcji.⁹¹ W tym sensie wiedzę o strukturze właścicielskiej spółek publicznych, zmianach stanu posiadania ich znacznych ilości akcji oraz o aktywności poszczególnych akcjonariuszy w tej materii cechuje walor tzw. cenotwórczości, czyli sposobności bezpośredniego lub pośredniego oddziaływania na cenę akcji na rynku notowań. W związku z tym ujawnienie informacji na temat obecności określonych akcjonariuszy w spółkach publicznych, ich stopnia zaangażowania w tych spółkach czy wszelkich ewentualnych zmian i zamiarów w tym zakresie jest w istocie jednym z najbardziej doniosłych ekonomicznie sygnałów dla pozostałych udziałowców (mniejszościowych) tych spółek, jak również dla wszelkich potencjalnych inwestorów na rynku akcji – odnośnie do świadomej oceny rentowności inwestycji w walory tychże spółek, a, w efekcie, do podjęcia lub zaniechania właściwej (racjonalnej) decyzji inwestycyjnej.⁹² Tak szczególne znaczenie informacji związanych z obrotem i posiadaniem znacznych pakietów akcji spółek giełdowych zostało zresztą podkreślone w motywach zawartych przez ustawodawcę europejskiego w preambule do dyrektywy o przejrzystości. W myśl bowiem pkt 2 oraz, cytowanego już wyżej, pkt 18 preambuły do dyrektywy o przejrzystości, odpowiednio, „emitenci papierów wartościowych powinni zapewnić odpowiedni poziom przejrzystości danych w relacjach z inwestorami poprzez regularny przepływ informacji. Z tego samego powodu akcjonariusze albo osoby fizyczne lub prawne posiadające prawa głosu lub instrumenty finansowe, z których wynika prawo do nabycia istniejących akcji wraz prawami głosu, powinni także informować emitentów o nabyciu lub innych zmianach w większościowych pakietach akcji w spółkach tak, aby mogli oni na bieżąco udostępniać te

⁹¹ Por. K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 411.

⁹² W tym kontekście por. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 275-276; a także A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 392-393.

informacje do publicznej wiadomości” oraz „Należy podawać do wiadomości publicznej informacje o zmianach w większościowych pakietach akcji emitentów, których akcje stanowią przedmiot obrotu na rynku regulowanym. Informacje takie powinny umożliwiać inwestorom nabywanie lub zbywanie akcji z pełną świadomością zmian w strukturze głosów; powinny one także zwiększyć skuteczność kontroli emitentów akcji oraz ogólną przejrzystość istotnych przepływów kapitału (...)”.

Jawność struktury akcjonariatu spółek publicznych, przejrzystość panującego w jego obrębie rozkładu sił pomiędzy poszczególnymi istotnymi akcjonariuszami oraz prowadzonej przez nich polityki w stosunku do tych spółek, czy, *last but not least*, ogólna transparentność obrotu znacznymi ilościami akcji tych spółek – to zatem podstawowe racje implikujące potrzebę regulacji prawnej badanych obowiązków notyfikacyjnych – informacyjnych na rynku giełdowym. Należy przy tym zauważyć, że w odniesieniu do realizacji wskazanego *ratio legis* stojącego u podstaw omawianych powinności *de facto* pierwotne – źródłowe znaczenie mają obowiązki notyfikacyjne spoczywające na nabywcach (bądź zbywcach) znacznych pakietów akcji spółek publicznych, którzy to w myśl art. 69 ustawy o ofercie publicznej zobligowani są do przekazywania stosownych zawiadomień do spółek publicznych, w których osiągnęli lub przekroczyli istotne progi udziału oraz do KNF w celu umożliwienia jej skutecznego sprawowania nadzoru nad obrotem papierami wartościowymi na rynku giełdowym.⁹³ Pomimo tego nie można bagatelizować szczególnej z punktu widzenia przedstawionego *ratio legis* funkcji obowiązków informacyjnych ciążących na samych spółkach publicznych zgodnie z art. 70 ustawy o ofercie publicznej. Choć bowiem obowiązki te mają, co do zasady, pochodny w stosunku do powinności notyfikacyjnych charakter – ponieważ ich wykonanie polega *de facto* na następczym przekazaniu przez spółki giełdowe do wiadomości publicznej treści zawiadomień otrzymywanych na podstawie art. 69 ustawy o ofercie publicznej – to dopiero właśnie w trybie tychże obowiązków następuje docelowe w kontekście *ratio legis* ujawnienie do wiadomości rynku wszystkich cennych (cenotwórczych) zagadnień dotyczących znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych oraz faktycznej aktywności ich posiadaczy.⁹⁴ Obowiązki notyfikacyjne i informacyjne uregulowane w art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej składają się więc na wzajemnie uzupełniający się mechanizm, w braku unormowania którego znacznie utrudnione byłoby spełnienie postulatów równego i powszechnego dostępu uczestników rynku do informacji dotyczących istotnych

⁹³ Por. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. 2. wydanie..., *op. cit.*, s. 276 oraz 283-284.

⁹⁴ Zob. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 418.

udziałowców spółek publicznych oraz ich aktywności w sferze obrotu znacznymi ilościami wyemitowanych przez nie akcji.

Niezależnie od wyjaśnionych założeń ekonomicznych powinności notyfikacyjnych – informacyjnych w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji spółek giełdowych, które *notabene* stanowią najważniejsze argumenty uzasadniające normatywną regulację tych powinności, warto także zwrócić uwagę na nieco bardziej ogólne – częściowo techniczne – funkcje, których konieczność spełnienia dodatkowo wzmacnia potrzebę obowiązywania, jak i kształt przepisów poświęconych tymże powinnościom w porządku prawnym rynku giełdowego.

Jak zostało już zasygnalizowane powyżej, istotne jest, aby informacje upubliczniane przez uczestników obrotu giełdowego były odpowiednio selekcyjonowane – przez pryzmat m.in. ich rzetelności, ich rzeczywistej doniosłości dla rynku, ich odpowiedniej jakości czy zakresu zawartej w nich treści, a także właściwej częstotliwości ich ujawniania. Regulacje prawne zawarte w art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej mają za zadanie zapewnić, że informacje ujawniane w zakresie stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółek publicznych spełniają każdorazowo te kryteria. Można bowiem domniemywać, że na zasadzie dobrowolności zarówno zawiadomienia przekazywane przez nabywców znacznych pakietów akcji, jak i raporty publikowane przez same spółki giełdowe mogłyby rozmijać się z rzeczywistością – nie zawierać wszelkich pożądaných danych bądź celowo zniekształcać niektóre z nich.⁹⁵ W braku ustawowej regulacji ujawniania informacji o obrocie znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych istniałyby obawy, że akcjonariusze, a w konsekwencji same spółki nie przekazywałyby pełni informacji na temat stanu posiadania znacznych ilości akcji, przemilczając lub fałszując np. szczegóły dotyczące ewentualnych dalszych zamiarów co do zwiększania bądź zmniejszania stopnia zaangażowania akcjonariuszy w spółce tak, aby nie zdradzać przed potencjalną konkurencją perspektyw polityki inwestycyjnej wobec spółki. Przekazywane „na własną rękę” informacje w sferze obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych mogłyby zresztą jawić się w sposób wybiórczy, tzn. odnosić się do transakcji istotnych wyłącznie wedle subiektywnej oceny ich stron, a więc nie koniecznie do wszystkich tych rozporządzeń w obrębie akcjonariatu spółek publicznych, które obiektywnie winny być udostępnione do wiadomości rynku – co gwarantuje ingerencja ustawodawcy.

Z powyższym bezpośrednio związana jest również potrzeba zapewnienia minimalnej zrozumiałości i przewidywalności informacji zawartych zarówno w notyfikacjach

⁹⁵ Por. w odniesieniu do wykonywania obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne T. Sójka, *op. cit.*, s. 37; oraz R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 31.

przekazywanych przez akcjonariuszy do spółek publicznych oraz do KNF, jak i w komunikatach upublicznianych w konsekwencji przez te spółki do wiadomości rynku. Ważną funkcją techniczną regulacji obowiązków notyfikacyjnych – informacyjnych dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek giełdowych jest zatem standaryzacja komunikacji pomiędzy akcjonariuszami, spółką publiczną, KNF oraz rynkiem w tym zakresie⁹⁶. Dzięki ścisłemu unormowaniu materii powinności notyfikacyjnych – informacyjnych, które są przedmiotem analizy tego rozdziału, sygnały dostarczane w ich trybie do wiadomości rynku polegają na uzgodnionych odgórnie schematach oraz mają z góry określoną formę, zakres i jakość, wobec czego nie stwarzają nadmiernych problemów interpretacyjnych. Beneficjenci tych regulacji mogą zasadnie oczekiwać konkretnej zawartości udostępnianych komunikatów tak, że są one dla nich czytelne i z łatwością mogą oni wyciągnąć z nich prawidłowe wnioski. W razie natomiast braku normatywnej egzystencji przepisów art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej wątpliwa byłaby schematyczność notyfikacji dokonywanych przez nabywców znacznych ilości akcji, a tym samym i przejrzystość komunikatów ogłaszanych przez same spółki publiczne w odniesieniu do struktury ich akcjonariatu i jego zmian. Nie sposób przecież spodziewać się, że w braku powszechnie obowiązującej regulacji wszyscy nabywcy znacznych ilości akcji spółek giełdowych formułowałiby zawiadomienia w ten sam sposób, w tej samej formie i wedle kryteriów tej samej jakości.

Jeszcze inną funkcją, którą wypada dostrzec w kontekście *ratio legis* omawianych obowiązków, w szczególności, w zakresie unormowanym w art. 69 ustawy o ofercie publicznej, jest zapewnienie równego traktowania wszystkich kategorii akcjonariuszy spółek publicznych w obliczu obrotu znacznymi ilościami akcji tych spółek. Poprzez bezwzględną i generalną regulację obowiązków notyfikacyjnych wszyscy akcjonariusze spółki publicznej – zarówno dotychczasowi, jak i nowi, strategiczni i mniejszościowi – obciążeni są w stypizowanych przepisami prawa okolicznościach takimi samymi wymogami co do ujawniania stanu posiadania znacznych pakietów akcji i, ewentualnie, dalszych swoich zamiarów w tym zakresie. Potrzeba równego traktowania wszystkich nabywców znacznych pakietów akcji w spółkach giełdowych sprzyja zresztą przejrzystości i uczciwości rywalizacji między nimi o efektywną inwestycję w walory danej spółki. Z kolei brak ustawowej regulacji i pozostawienie akcjonariuszom swobody co do ujawniania informacji o zwiększaniu lub zmniejszaniu zaangażowania w spółkach publicznych powyżej lub poniżej poszczególnych

⁹⁶ Analogicznie w kontekście obowiązków publikacyjnych emitentów T. Sójka, *op. cit.*, s. 38-39; oraz R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 33.

znaczących progów udziału mogłyby prowadzić do preferencyjności niektórych z nich względem pozostałych. Z łatwością bowiem można wyobrazić sobie sytuację, w której dotychczasowy większościowy akcjonariusz spółki publicznej – bez ustawowego przymusu – bagatelizowałby potrzebę niezwłocznego informowania o dokonywanych przez siebie istotnych transakcjach na jej akcjach, a spółka publiczna (w praktyce jej zarząd powołany przez tego akcjonariusza) nie chcąc „wchodzić mu w drogę” także nie domagałaby się od niego zadośćuczynienia stosownym zawiadomieniem. Odmienne zaś sprawa mogłaby się mieć w stosunku do pozostałych „niepożądanych” nabywców znacznych ilości akcji, od których spółka publiczna – nawet w braku podstaw normatywnych – egzekwowałaby zapewne dokonywanie notyfikacji w znacznie bardziej rygorystyczny sposób. W rezultacie poszczególni akcjonariusze mogliby być traktowani różnie w takich samych okolicznościach, a nadto do wiadomości publicznej nie trafiałyby rzetelne i pełne informacje na temat aktualnego zaangażowania niektórych akcjonariuszy ani dokonywanych przez nich w tym zakresie zmian. Taki stan rzeczy mógłby też niepotrzebnie potęgować naturalne zjawisko tzw. asymetrii informacyjnej pomiędzy poszczególnymi akcjonariuszami lub inwestorami – w tym przypadku w zakresie wiedzy na temat stanu posiadania akcji i rozkładu sił w spółce publicznej – co z kolei uniemożliwiłoby dokonanie w pełni efektywnej wyceny spółki publicznej oraz podjęcie racjonalnej decyzji inwestycyjnej przez tych spośród nich, którzy nie posiadają pełni informacji.⁹⁷ Ingerencja prawodawcy w procesy nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych jest zatem potrzebna ze względu na równomierne obciążenie wszystkich uczestników tych procesów tak samo doniosłymi wymogami notyfikacyjnymi, a zarazem zagwarantowanie im równomiernego dostępu do informacji na temat tych procesów, kiedy są one przedmiotem działań konkurencyjnych inwestorów.

W końcu, regulacja normatywna obowiązków notyfikacyjnych – informacyjnych dotyczących obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych pełni istotną funkcję w kontekście wspomagania ładu korporacyjnego w spółkach publicznych. Pojęcie ładu korporacyjnego, stanowiące pochodną angielskojęzycznego terminu *corporate governance*, stanowi współcześnie niezwykle popularny obiekt rozmaitych interdyscyplinarnych analiz i opracowań w literaturze przedmiotu.⁹⁸ Warto zatem zasygnalizować w największym ogóle, że

⁹⁷ Szerzej na temat zjawiska tzw. asymetrii informacyjnej w kontekście potrzeby regulacji obowiązków informacyjnych na rynku giełdowym zob. w szczególności T. Sójka, *op. cit.*, s. 25 i nast.; a także R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 24 i nast.

⁹⁸ Na temat *corporate governance* w odniesieniu do obowiązków informacyjnych zob. szczególnie T. Sójka, *op. cit.*, s. 39 i nast.; T. Sójka (w:) M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), M. Chruściński [et al.], *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, Kraków 2006, s. 247 i nast.; R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 34 i nast.

oznacza ono całokształt instrumentów prawnych, etycznych i ekonomicznych regulujących wzajemne stosunki pomiędzy wszystkimi grupami interesów w spółce publicznej (korporacji), służących temu, aby spółka była zarządzana i kontrolowana w możliwie najbardziej efektywny ekonomicznie sposób.⁹⁹ Na tym tle szczególnie ważna jest, oczywiście, sprawna komunikacja, czyli pełny, rzetelny i szybki obieg istotnych informacji zarówno wewnątrz spółki publicznej – pomiędzy jej organami, strategicznymi akcjonariuszami, pracownikami, jak i na zewnątrz korporacji – z jej doradcami, kontrahentami, czy, w niezbędnym wymiarze, z całym rynkiem giełdowym. W tym kontekście przyjmuje się, że powinności informacyjne obowiązujące na rynku giełdowym – zapewniające wysokie standardy komunikowania się uczestników rynku giełdowego – stanowią w praktyce filar nowoczesnego ładu korporacyjnego w spółkach publicznych.¹⁰⁰ Narzucają one bowiem przejrzystość organizacji i działalności prowadzonej przez te spółki, jawność transakcji i przepływów kapitału w ich obrębie, a także transparentność jeżeli chodzi o aktywność i dokonania inwestycyjne ich znacznych akcjonariuszy. Obowiązki notyfikacyjne i informacyjne przewidziane w przepisach art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej obejmują swoim zakresem zastosowania tę ostatnią sferę, choć w praktyce ujawniane w ich trybie informacje o strukturze akcjonariatu spółek giełdowych, obrocie znacznymi pakietami ich akcji czy aktywności istotnych udziałowców – sygnalizują kto *de facto* włada spółką, kto ma praktyczny wpływ na skład personalny jej organów i strategię jej rozwoju, czy istnieją jakieś faktyczne, prawne bądź gospodarcze powiązania między funkcjonariuszami spółki lub jej znacznymi akcjonariuszami, którzy akcjonariusze są rzeczywiście aktywni na forum spółki i jakie mają w stosunku do niej zamiary *etc.* Z drugiej strony powszechna dostępność informacji przekazywanych w trybie art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej utrudnia także zatajanie potencjalnie niebezpiecznych dla spółki i jej akcjonariuszy mniejszościowych działań, jak np. transakcji na jej akcjach zawieranych z wrogimi lub powiązanymi podmiotami lub w ramach programów skupu akcji własnych, które

⁹⁹ W doktrynie formułuje się dwa zasadnicze ujęcia *corporate governance*: 1) wąskie, które odnosi się wyłącznie do wzajemnych relacji pomiędzy menadżerami spółek publicznych a jej akcjonariuszami i jest zarazem skoncentrowane na problematyce odpowiedzialności zarządców spółek za władanie powierzonym im przez inwestorów kapitałem w sposób zgodny z interesem ekonomicznym tych ostatnich; 2) szerokie, rozumiane jako całokształt wzajemnych stosunków pomiędzy nie tylko zarządcami i akcjonariuszami spółek publicznych, ale także jej nadzorcami i wszelkimi innymi grupami interesów, jak np. jej pracownikami, doradcami, kontrahentami *etc.* (tzw. ang. *stakeholders*). Tak pluralistyczne ujęcie *corporate governance* wskazuje na potrzebę uwzględnienia interesów wszystkich podmiotów związanych z daną spółką publiczną przy stosowaniu prawnych i ekonomicznych środków optymalizacji jej funkcjonowania. Zob. szerzej *Ibidem*, s. 34; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 3 i nast.; A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 294 i nast.;

¹⁰⁰ R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 35.

mogłyby prowadzić do nadużyć, a nawet do „cichego” przejmowania kontroli nad spółką publiczną. Obowiązki notyfikacyjne – informacyjne w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, mając za zadanie przyczyniać się do przejrzystości stosunków korporacyjnych w spółkach publicznych, stanowią więc ważny instrument budowania świadomości korporacyjnej, a co za tym idzie, determinują bezpośrednio skuteczność funkcjonowania *corporate governance*.

1.4.2. Obowiązki notyfikacyjne akcjonariuszy w zakresie zawiadamiania o zmianie stanu posiadania (art. 69 ustawy o ofercie publicznej)

1.4.2.1. Ewolucja materii

Instytucja obowiązków notyfikacyjnych spoczywających na nabywcach (lub zbywcach) znacznych pakietów akcji spółek publicznych jest przedmiotem regulacji współczesnego polskiego prawa giełdowego od początku jego istnienia, czyli *de facto* od ponad ćwierćwiecza. Przez ten czas, w związku, przede wszystkim, z zachodzącymi w naszym państwie zmianami gospodarczo-ustrojowymi, postępującą integracją europejską i potrzebą adaptacji polskiego rynku papierów wartościowych do standardów unijnych, a także coraz to większą dynamiką obrotu na tym rynku i jego niezaprzeczalnym rozwojem, kształt tej instytucji ulegał różnym zmianom, których rezultat – na dzień dzisiejszy – stanowią przepisy zawarte, w szczególności, w art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Poprzedzając ich analizę warto zatem przedstawić kilka ogólnych uwag na temat ich genezy i ewolucji.

Po raz pierwszy konstrukcję obowiązków w zakresie ujawniania stanu posiadania znacznych ilości akcji spółek publicznych wprowadzono w ustawie z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹⁰¹. Ustawa ta stanowiła fundamentalną regulację ówczesnego polskiego rynku giełdowego, przewidując szereg rzeczywiście innowacyjnych w tamtym czasie rozwiązań w sferze zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi.¹⁰² Należały do nich, w szczególności, unormowania zamieszczone w rozdziale 7 p.p.o.p.w.f.p. zatytułowanym „Nabycie znacznych pakietów akcji”, a pośród nich mechanizm zobowiązujący do notyfikowania o posiadaniu znacznych pakietów akcji w spółkach giełdowych. Zgodnie bowiem z art. 72 § 1 p.p.o.p.w.f.p. nabycie dopuszczonych do publicznego obrotu akcji jednej spółki

¹⁰¹ Tekst jedn. Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm., dalej w skrócie jako „p.p.o.p.w.f.p.”

¹⁰² Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. XXXI-XXXII.

zapewniających osiągnięcie lub przekroczenie 10%, 20%, 33%, 50%, 66% lub 75% głosów na WZA wiązało się z powinnością zawiadomienia w ciągu 7 dni Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (ówczesnego odpowiednika dzisiejszej KNF), Urzędu Antymonopolowego (obecnie UOKiK) oraz spółki – tak, aby ta ostatnia mogła podać następnie stosowną informację do wiadomości publicznej (na podstawie z art. 72 § 3 p.p.o.p.w.f.p.). Jednocześnie, w myśl § 2 tego samego artykułu, nabycie lub posiadanie akcji przez podmioty zależne uważało się zarazem za nabycie lub posiadanie owych akcji przez podmioty dominujące. Pierwotna regulacja obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych ustanawiała więc kwalifikowany próg znacznego udziału w spółkach publicznych na poziomie co najmniej 10% głosów, a zarazem była relatywnie ogólna i liberalna w stosunku do jej adresatów – w porównaniu do jej późniejszego kształtu – choć z pewnością adekwatna do ówczesnego poziomu rozwoju rodzimego rynku kapitałowego i panujących na nim warunków. Taki stan prawny trwał od 25 kwietnia 1991 r. do 12 lutego 1994 r.

13 lutego 1994 r. weszła w życie nowelizacja¹⁰³ p.p.o.p.w.f.p., na mocy której wdrożono bardziej restrykcyjne wymogi notyfikacyjne względem nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W szczególności, zmniejszono próg ogólnej liczby głosów na WZA, od osiągnięcia lub przekroczenia którego poczytywano udziałowców tych spółek za znacznych (ze wszystkimi tego jurydycznymi konsekwencjami), a z drugiej strony zwiększono częstotliwość pozostałych kwalifikowanych progów udziału w ogólnej liczbie głosów na WZA, z którymi wiązały się powinności zawiadomienia KPWiG, Urzędu Antymonopolowego oraz samej spółki. Zgodnie bowiem ze znowelizowanym art. 72 § 1 i § 2 p.p.o.p.w.f.p. obowiązek przedmiotowego zawiadomienia powstawał już w razie osiągnięcia lub przekroczenia 5% ogólnej liczby głosów na WZA spółki publicznej, zaś w przypadku akcjonariuszy posiadających walory dające więcej niż 10% ogólnej liczby głosów na WZA aktualizował się wraz z każdą kolejną zmianą stanu posiadania o co najmniej 2% tej liczby głosów. Jednocześnie odnotować należy, że w drodze omawianej nowelizacji p.p.o.p.w.f.p. obowiązki notyfikacyjne po raz pierwszy zostały zaadresowane *explicité* także do zbywców znacznych pakietów akcji, tj. akcjonariuszy, którzy w przypadku zmniejszania swojego zaangażowania w spółkach giełdowych przekraczali „w dół” kwalifikowane progi udziału w ogólnej liczbie głosów na WZA. W znowelizowanym art. 72 § 1 *in fine* p.p.o.p.w.f.p. zastrzeżono też dodatkowo, że do czasu dokonania wymaganego zawiadomienia

¹⁰³ Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17).

akcjonariuszom nie wolno było nabywać lub zbywać kolejnych akcji. Ów znowelizowany stan prawny stanowił z pewnością krok na przód w drodze do osiągnięcia przejrzystości stanu posiadania znacznych ilości akcji w spółkach giełdowych, jaką zapewniają obecnie przyjęte rozwiązania prawne.

Dalsza ewolucja materii obowiązków notyfikacyjnych związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych nastąpiła z kolei w drodze uchwalenia nowej ustawy poświęconej kompleksowej regulacji instytucji rynku kapitałowego, tj. wzmiankowanej już w początkowych fragmentach pracy ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, która weszła w życie 3 stycznia 1998 r.¹⁰⁴ Analizowanym powinnościom poświęcone zostały poszczególne przepisy rozdziału 9 tej ustawy, przede wszystkim, zawarte w art. 147, art. 149 oraz art. 150. Przepisy te w dużej mierze zachowały konstrukcję przyjętą na gruncie obowiązującego poprzednio p.p.o.p.w.f.p. – w szczególności jeżeli chodzi o rozmiary kwalifikowanych progów udziału w ogólnej liczbie głosów, których osiągnięcie lub przekroczenie uruchamiało po stronie znacznych akcjonariuszy powinność zawiadomienia KPWiG, spółki oraz UOKiK (w 1996 r., w związku z reformą administracji centralnej w Polsce, nastąpiła zmiana nazwy z Urzędu Antymonopolowego na Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów)¹⁰⁵. Z drugiej strony na tle p.p.o.p.w. wprowadzono dwie w praktyce dość istotne zmiany dotyczące omawianej materii w porównaniu do wcześniejszej regulacji p.p.o.p.w.f.p.. Po pierwsze, skrócono z 7 do 4 dni termin na zrealizowanie obowiązku notyfikacyjnego, precyzując, że rozpoczęcie biegu tegoż terminu przypada w dniu dokonania zapisu na rachunku papierów wartościowych, wynikającego z nabycia lub zbycia akcji. Po drugie, w art. 149 p.p.o.p.w. wprowadzono nieznane dotąd i stosunkowo rygorystyczne rozwiązanie, zgodnie z którym nabywcy znacznych pakietów akcji spółek publicznych, zamierzający osiągnąć lub przekroczyć 25%, 33% lub 50% ogólnej liczby głosów na WZA zobowiązani byli zarówno do zawiadomienia o tym zamiarze KPWiG, jak i uzyskania jej zgody na nabycie odpowiedniej ilości akcji w interesującej ich spółce.¹⁰⁶ W praktyce więc na gruncie p.p.o.p.w. obowiązki notyfikacyjne związane z osiągnięciem lub przekroczeniem wymienionych progów udziału w ogólnej liczbie głosów na WZA spółek publicznych rozszerzono o jednoczesną konieczność

¹⁰⁴ Dz. U. z 1997 r. Nr 118, poz. 754, dalej w skrócie jako „p.p.o.p.w.”.

¹⁰⁵ Zob. art. 32 ustawy z dnia 8 sierpnia 1996 r. o zmianie niektórych ustaw normujących funkcjonowanie gospodarki i administracji publicznej (Dz. U. z 1996 r. Nr 106, poz. 496).

¹⁰⁶ Zob. szerzej M. Romanowski, *Zamiar nabycia akcji a obowiązki uzyskania zgody KPWiG*, PPW 2000, Nr 1, s. 10-18 oraz G. Domański, L. Stępnik, *W kwestii „zgłoszenia zamiaru” nabycia znacznego pakietu akcji*, PPW 2000, Nr 2, s. 9-11.

wystąpienia o stosowne zezwolenie od KPWiG, którego uzyskanie warunkowało ostatecznie możliwość nabycia znacznych pakietów akcji odpowiednich gabarytów.¹⁰⁷

Następne istotne zmiany normatywne w sferze obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych zostały dokonane w drodze nowelizacji p.p.o.p.w. z dnia 8 grudnia 2000 r.¹⁰⁸, która weszła w życie 15 stycznia 2001 r., a miała na celu dostosowanie wielu ówczesnych polskich regulacji prawnych do standardów europejskich – w związku z planowanym wtedy przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej.¹⁰⁹ W rezultacie przedmiotowej nowelizacji, w szczególności, zróżnicowano częstotliwość zmian istotnego zaangażowania w spółkach publicznych, która aktualizowała obowiązki notyfikacyjne – w zależności od tego czy w konkretnym przypadku zmiany dotyczyły spółki publicznej, której akcje dopuszczono do obrotu na regulowanym rynku giełdowym, czy innej spółki publicznej, a ponadto rozszerzono zakres informacji, jakie dodatkowo musiały się zawierać w zawiadomieniach nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych kierowanych do KPWiG, tych spółek oraz UOKiK – w związku z osiągnięciem lub przekroczeniem udziału w wysokości 10% ogólnej liczby głosów na WZA. W odniesieniu bowiem do pierwszej z tych zmian, zgodnie ze znowelizowanym brzmieniem art. 147 ust. 2 p.p.o.p.w. obowiązek notyfikacyjny dotyczył przypadku nabycia lub zbycia akcji zmieniającego posiadaną dotychczas przez akcjonariusza liczbę ponad 10% głosów o co najmniej: 1) 2% ogólnej liczby głosów na WZA – w przypadku spółki publicznej, której akcje dopuszczone są do obrotu na regulowanym rynku giełdowym; albo 2) 5% ogólnej liczby głosów – w przypadku pozostałych spółek publicznych. Z kolei w odniesieniu do drugiej zasygnalizowanej zmiany, nowododany ust. 5 tego samego artykułu znowelizowanej p.p.o.p.w. stanowił, że zawiadomienie związane z osiągnięciem lub przekroczeniem 10% ogólnej liczby głosów na WZA winno być zawierać dodatkowo informacje dotyczące zamiarów akcjonariusza co do dalszego zwiększania udziału w spółce publicznej w okresie następnych 12 miesięcy od dnia złożenia zawiadomienia oraz celu zwiększania tego udziału, zaś w przypadku każdorazowej zmiany tych zamiarów lub celu akcjonariusz był zobowiązany do niezwłocznego zakomunikowania o tym KPWiG, spółce oraz Prezesowi UOKiK. Taki stan prawny utrzymywał się do końca kwietnia 2004 r.

¹⁰⁷ S. Kamiński, *op. cit.*, s. 16-17.

¹⁰⁸ Zob. art. 4 ustawy z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o postępowaniu egzekucyjnym w administracji, ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, ustawy o dopłatach do oprocentowania niektórych kredytów bankowych, ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, ustawy - Ordynacja podatkowa, ustawy o finansach publicznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych - w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej (Dz. U. z 2000 r. Nr 122 poz. 1315)

¹⁰⁹ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 6.

1 maja 2004 r., w związku z wejściem naszego państwa do Unii Europejskiej, w drodze tzw. noweli europejskiej weszła w życie kolejna zmiana p.p.o.p.w. obejmująca swym zakresem m.in. przepisy poświęcone obowiązkom notyfikacyjnym nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych.¹¹⁰ Jakkolwiek na podstawie tej nowelizacji nie zaszły żadne fundamentalne zmiany w stosunku do konstrukcji omawianych obowiązków notyfikacyjnych, to odnotować warto, że w jej efekcie zniesiono przewidziany wcześniej, zarówno na gruncie p.p.o.p.w.f.p., jak i p.p.o.p.w., obowiązek zawiadamiania UOKiK o nabywaniu (lub zbywaniu) znacznych pakietów akcji spółek giełdowych i wynikających z tego zmianach stanu zaangażowania w akcjonariacie (*de iure* udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce), oraz wprowadzono – po raz pierwszy – definicję legalną pojęcia ogólnej liczby głosów, które miało (i ma w dalszym ciągu) w praktyce niebagatelne znaczenie dla wykładni przepisów regulujących procesy nabywania lub zbywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych, a w szczególności, dla prawidłowego szacowania wielkości udziałów akcjonariuszy tych spółek w kontekście ewentualnej aktualizacji obowiązków notyfikacyjnych.¹¹¹ Zmiany te, podobnie zresztą jak wszelkie pozostałe wprowadzone do p.p.o.p.w. za sprawą tzw. noweli europejskiej, były podyktowane potrzebą harmonizacji ówczesnych polskich regulacji z wzorcowymi standardami prawa unijnego. Należy jednak w tym miejscu podkreślić, że omawiana nowelizacja p.p.o.p.w. z 2004 r. stanowiła wyłącznie kolejny etap w toku dostosowywania polskiego prawa giełdowego do wymogów europejskich. P.p.o.p.w. obowiązywało bowiem jeszcze tylko nieco ponad rok, tj. do 24 października 2005 r., kiedy w jego miejsce wszedł w życie pakiet trzech aktualnych po dzień dzisiejszy ustaw regulujących w sposób systemowy podstawy funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce.¹¹²

Jak zostało już opisane w punkcie poświęconym źródłom prawnym badanych regulacji, obowiązki notyfikacyjne akcjonariuszy związane z obrotem znacznymi ilościami akcji spółek publicznych unormowano w ustawie o ofercie publicznej. Podstawowe z punktu widzenia tych obowiązków rozwiązania zawarto w przepisach art. 69 tej ustawy. Utrzymano w nich część wcześniejszych rozwiązań znanych na gruncie p.p.o.p.w. – w zakresie, w jakim były one zgodne z wzorcowymi regulacjami unijnymi, ale także rozszerzono niektóre powinności, np. jeżeli chodzi o częstotliwość ujawniania zmian stanu posiadania znacznych

¹¹⁰ Zob. Ustawę z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. z 2004 r. Nr 64, poz. 594).

¹¹¹ Por. art. 147 p.p.o.p.w. w brzmieniu po tzw. noweli europejskiej oraz dodany w drodze tej noweli pkt 27) w art. 4 p.p.o.p.w. Szerzej nt. znaczenia pojęcia ogólnej liczby głosów w spółce publicznej zob. w szczególności pkt 1.2. tego rozdziału rozprawy.

¹¹² Zob. szerzej pkt 1.1. tego rozdziału rozprawy.

pakietów akcji. Jedną z najistotniejszych zmian wprowadzonych ustawą o ofercie publicznej w stosunku do stanu regulacji obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych obowiązującego na tle p.p.o.p.w. była natomiast całkowita rezygnacja z dotychczasowych unormowań art. 149 p.p.o.p.w., uzależniających przekroczenie progów 25%, 33% i 50% ogólnej liczby głosów w tych spółkach od uzyskania zezwolenia KPWiG. *Ratio legis* tej zmiany było, rzecz jasna, dostosowanie polskiego prawa do źródłowych regulacji europejskich (brak podobnych uregulowań w prawodawstwie Unii Europejskiej).¹¹³ Należy przy tym zasygnalizować, że zasadnicza konstrukcja pierwotnie ustanowionych przepisów art. 69 ustawy o ofercie publicznej pozostała w dużej mierze niezmienną po dzień dzisiejszy – pomimo kilku nowelizacji tej materii dokonanych w czasie ponad 10 lat obowiązywania ustawy o ofercie publicznej. Z tego względu podstawowe rozwiązania zawarte w przepisach art. 69 ustawy o ofercie publicznej nie będą w tym miejscu omawiane, lecz zostaną szczegółowo scharakteryzowane w dalszych fragmentach rozprawy, poświęconych kolejno problematyce przesłanek powstania, zakresu, treści czy sposobu wykonywania badanych obowiązków notyfikacyjnych w aktualnym stanie prawnym.

Tymczasem, opisując ewolucję regulacji powinności notyfikacyjnych nabywców znacznych ilości akcji w spółkach giełdowych, należy jednak odnotować, że na ich aktualny kształt składają się punktowe zmiany dokonane w drodze dwóch nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, które weszły w życie, kolejno, 13 stycznia 2009 r. oraz 5 sierpnia 2009 r.¹¹⁴ W rezultacie tych nowelizacji, w szczególności, dodano do pierwotnego brzmienia art. 69 ust. 1 pkt 1) i 2) ustawy o ofercie publicznej dodatkowe progi procentowe udziału w ogólnej liczbie głosów w spółkach publicznych, w przypadku osiągnięcia lub przekroczenia których powstają badane obowiązki notyfikacyjne, a także rozszerzono zakres informacji jakie winny znajdować się w zawiadomieniach składanych do KNF oraz do spółek publicznych przez nabywców (lub zbywców) znacznych pakietów ich akcji. Ponadto, w 2009 r. doprecyzowano kwestię terminu realizacji przedmiotowych obowiązków, m.in. dodając do art. 69 ustawy o ofercie publicznej nowy ust. 1a, w którym sformułowano definicję legalną pojęcia dni sesyjnych. Wszystkie te zmiany, podobnie jak *gros* wcześniejszych w obszarze badanej

¹¹³ Zob. uzasadnienie projektu ustawy o ofercie publicznej.

¹¹⁴ Zob. art. 1 pkt 56) ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. z 2008 r. Nr 231, poz. 1547) oraz art. 2 ustawy z dnia 18 czerwca 2009 r. o zmianie ustawy o działalności ubezpieczeniowej oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2009 r. Nr 115, poz. 962).

materii, polegały na potrzebie zapewnienia zgodności polskiego prawa z wzorcowymi rozwiązaniami europejskimi, w szczególności, z art. 9 dyrektywy o przejrzystości.¹¹⁵

1.4.2.2. Wzorzec normatywny w prawie unijnym – art. 9 dyrektywy o przejrzystości

Jak zostało już wyżej wyjaśnione, polska regulacja obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych stanowi w znacznej mierze implementację rozwiązań przewidzianych w prawie unijnym.¹¹⁶ W stosunku do rodzimych obowiązków notyfikacyjnych spoczywających na nabywcach takich pakietów akcji wzorcowe znaczenie mają standardy wyznaczone przez dyrektywę o przejrzystości, a przede wszystkim, unormowania art. 9 tej dyrektywy.

W myśl przepisów tego artykułu państwa członkowskie mają obowiązek nałożyć na akcjonariuszy nabywających lub zbywających akcje emitentów, które są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, oraz do których są przypisane prawa głosu obowiązek powiadomienia emitentów o posiadanej przez nich liczbie głosów, jeżeli w wyniku takiego nabycia lub zbycia osiągnęli lub przekroczyli oni (zarówno w górę, jak i w dół) próg 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75% udziału w ogólnej liczbie głosów, przy czym możliwe jest, aby zamiast progu 30% zastosowanie miał próg w wysokości 1/3 (33¹/₃%), a zamiast progu 75% próg w wysokości 2/3 (66²/₃%) ogólnej liczby głosów.¹¹⁷ Zgodnie z art. 9 ust. 1 zd. 2 dyrektywy o przejrzystości liczbę głosów szacuje się na podstawie wszystkich akcji, w których inkorporowane jest prawa głosu nawet wówczas, gdy wykonywanie tego prawa jest zawieszona.

W kontekście opisanej regulacji dyrektywy o przejrzystości jako wzorca normatywnego dla badanej kategorii obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych ilości akcji spółek giełdowych należy zwrócić uwagę, że w świetle dyrektywy o przejrzystości obowiązki te należą do grupy obowiązków informacyjnych w zakresie ujawniania informacji bieżących. Art. 9 dyrektywy o przejrzystości umiejscowiony został bowiem przez prawodawcę europejskiego w rozdziale III tegoż aktu normatywnego, zatytułowanym „Informacje bieżące”. Na gruncie źródłowej regulacji unijnej powinności notyfikacyjne nabywców (lub zbywców) znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych stanowią zatem integralną całość wraz z obowiązkami emitentów publikowania informacji bieżących – choć z

¹¹⁵ Zob. Uzasadnienie nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z dnia 4 września 2008 r. oraz Uzasadnienie nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z dnia 18 czerwca 2009 r.

¹¹⁶ Zob. pkt 1.1. rozprawy.

¹¹⁷ Patrz art. 9 ust. 1 oraz ust. 3 dyrektywy o przejrzystości.

drugiej strony dostrzeżono także ich swoistą specyfikę. Poświęcony im został odrębny fragment rozdziału III dyrektywy o przejrzystości, a mianowicie jego część I pt. „Informacje o znaczących pakietach akcji”.

Na tym tle nieco odmiennie prezentuje się koncepcja przyjęta przez polskiego ustawodawcę. W ustawie o ofercie publicznej obowiązki informacyjne spółek publicznych (w tym także obowiązki dotyczące publikowania informacji bieżących) oraz obowiązki notyfikacyjne związane z ujawnianiem stanu posiadania znacznych pakietów akcji – zostały rozdzielone i uregulowane w innych przepisach, a nawet w dwóch osobnych rozdziałach. Materia prawna odnosząca się do pierwszej z tych dwóch kategorii obowiązków umieszczona jest w rozdziale 3 ustawy o ofercie publicznej, zatytułowanym „Obowiązki informacyjne emitentów”, w szczególności, w art. 56. Z kolei regulacje poświęcone analizowanym obowiązkom notyfikacyjnym zlokalizowano w kolejnym rozdziale ustawy o ofercie publicznej, w art. 69. W odniesieniu do tego wątku należy jednakowoż podzielić pogląd prezentowany w doktrynie, iż pomimo braku uzasadnienia takiego rozdziału wymienionych obowiązków we wzorcowej dyrektywie o przejrzystości, w praktyce obrotu nie powstają na tym tle żadne poważne wątpliwości.¹¹⁸

1.4.2.3. Podstawa prawna. Przesłanki powstania obowiązku

Przepisem, który stanowi w naszym porządku normatywnym bezpośrednią podstawę prawną obowiązków notyfikacyjnych nabywców (lub zbywców) znacznych pakietów akcji w zakresie zawiadamiania KNF oraz spółek publicznych o zwiększaniu lub zmniejszaniu stanu zaangażowania w tych spółkach, odpowiednio, powyżej lub poniżej stypizowanych progów udziału w ogólnej liczbie głosów, jest art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Zgodnie z ust. 1. tego artykułu przedmiotowe obowiązki aktualizują się wraz z: 1) osiągnięciem lub przekroczeniem 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33¹/₃%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej lub 2) osiągnięciem 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33¹/₃%, 50%, 75% albo 90% lub mniej ogólnej liczby głosów w wyniku zmniejszenia dotychczas posiadanego udziału co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33¹/₃%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce. Jednocześnie, w stosunku do rzeczywiście istotnych

¹¹⁸ Osobne uregulowanie obowiązków informacyjnych emitentów i obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych wynika zresztą ze swoistej tradycji polskiego ustawodawstwa rynku giełdowego, albowiem zarówno na gruncie p.p.o.p.w.f.p., jak i p.p.o.p.w. obowiązki te były względem siebie autonomiczne. Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 67-68; oraz M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 315-316.

akcjonariuszy, którzy posiadają, odpowiednio, ponad 10% lub ponad 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, ustawa o ofercie publicznej przewiduje znacznie bardziej restrykcyjne powinności notyfikacyjne. Mianowicie, wedle jej art. 69 ust. 2 obowiązek dokonania zawiadomienia KNF oraz spółki publicznej, o którym mowa w ust. 1 tego artykułu, powstaje w przypadku: 1) zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o co najmniej: a) 2% ogólnej liczby głosów – w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, b) 5% ogólnej liczby głosów – w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na innym rynku regulowanym; oraz 2) zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 33% ogólnej liczby głosów o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów. Jak więc widać pierwszym progiem istotnego zaangażowania w spółkach publicznych, który *de lege lata* wyznacza dolną granicę zastosowania reżimu badanych obowiązków notyfikacyjnych, jest 5% ogólnej liczby głosów w takich spółkach.¹¹⁹ Kolejne progi udziału, z osiągnięciem lub przekroczeniem których (zarówno w górę, jak i w dół) wiążą się obowiązki notyfikacyjne stanowią, co do zasady, wielokrotność tychże 5% ogólnej liczby głosów – z wyjątkiem progów 33% i 33¹/₃% tej liczby. Zarazem, biorąc pod uwagę rozwiązanie przewidziane w ust. 2 analizowanego artykułu ustawy o ofercie publicznej, należy zauważyć, że im większe zaangażowanie akcjonariuszy w spółkach publicznych (*de iure* w ogólnej liczbie głosów w tych spółkach), tym większa też częstotliwość zmian udziału w ogólnej liczbie głosów, których zaistnienie powoduje obowiązek dokonania zawiadomienia ze strony akcjonariuszy – nawet o 1% w przypadku akcjonariuszy posiadających ponad 33% ogólnej liczby głosów. Taka proporcjonalna do wzrostu zaangażowania intensyfikacja analizowanych obowiązków ma na celu zapewnić wszystkim inwestorom na rynku giełdowym możliwość śledzenia nawet tych najdrobniejszych zmian w strukturze akcjonariatu spółek publicznych, w szczególności, kiedy dotyczą one stanu posiadania znacznych (strategicznych) akcjonariuszy tych spółek.¹²⁰ Warto jednocześnie wskazać, że z konstrukcji art. 69 ust. 2 ustawy ofercie publicznej wyraźnie wynika zróżnicowanie częstotliwości zawiadamiania o kwalifikowanych zmianach istotnego stanu posiadania w spółkach publicznych w zależności od segmentu rynku, na którym ich walory są notowane. Na rynku oficjalnych notowań giełdowych akcjonariusze spółek publicznych posiadający w nich ponad 10% ogólnej liczby głosów zobligowani są bowiem do

¹¹⁹ Próg ten determinuje również znaczenie i zakres gabarytowy pojęcia znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Szerzej na ten temat zob. pkt 1.2. powyżej. Por. także D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 277; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 316.

¹²⁰ K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 412.

ujawniania zmian swego zaangażowania o co najmniej 2% tej liczby, a na pozostałych rynkach winni ujawniać zmiany swego udziału o co najmniej 5 % tej liczby. Rozbieżność taka potwierdza niewątpliwie potrzebę większej przejrzystości struktur akcjonariatu w spółkach publicznych uczestniczących w obrocie na rynku oficjalnych notowań giełdowych, niżeli w spółkach publicznych funkcjonujących na pozostałych rynkach.¹²¹

W świetle powyższego wyłączną przesłanką powstania badanych obowiązków notyfikacyjnych jest osiągnięcie lub przekroczenie – tak w górę, jak i w dół – określonych ustawowo progów procentowych udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej.¹²² Przy tym bez znaczenia pozostaje fakt, jakie zdarzenie stoi u podstaw osiągnięcia lub przekroczenia tychże progów. Najczęściej jest to, rzecz jasna, transakcja mająca za przedmiot nabycie lub zbycie danej ilości akcji spółki giełdowej, ale mogą być to również wszelkie inne okoliczności prawne bądź faktyczne, jeśli wywierają przewidziane normatywnie skutki w postaci zmiany stanu posiadania powyżej lub poniżej sprecyzowanych progów.¹²³ Zresztą katalog tego rodzaju okoliczności (zdarzeń) przewiduje w istocie art. 69a ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, zgodnie z którym analizowane obowiązki notyfikacyjne powstają również wówczas, gdy doszło do osiągnięcia lub przekroczenia określonych ustawowo progów ogólnej liczby głosów w związku z: 1) zajściem innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego, 2) nabywaniem lub zbywaniem instrumentów finansowych inkorporujących bezwarunkowe prawo lub obowiązek nabycia już wyemitowanych akcji spółki publicznej, a także 3) pośrednim nabyciem akcji takiej spółki.

Warto w tym miejscu zauważyć, że w praktyce obrotu mogą zdarzyć się sytuacje, kiedy w wyniku jednego i tego samego zdarzenia, np. transakcji obejmującej sprzedaż znacznego pakietu akcji spółki publicznej, dochodzi, z jednej strony (nabywcy owego pakietu) do zwiększenia stanu posiadania powyżej określonego ustawowo progu ogólnej liczby głosów, a z drugiej strony (zbywcy tegoż pakietu) do odpowiedniego zmniejszenia stanu posiadania poniżej danego progu ogólnej liczby głosów. Sytuacje takie dają oczywiście asumpt do jednoczesnej realizacji „symetrycznych” obowiązków notyfikacyjnych obu uczestnikom zdarzenia – stronom transakcji. W tym kontekście wypada przychylić się do praktycznego poglądu A. Chłopeckiego, zgodnie z którym w obliczu zaistnienia przesłanek aktualizujących zwierciadlane obowiązki notyfikacyjne względem obu stron tej samej

¹²¹ Por. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo..., op. cit.*, s. 262; zob. także A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 404.

¹²² Tak też A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 394.

¹²³ Okoliczności takie mogą także niekiedy być zupełnie niezależne od woli i wpływu akcjonariusza, wobec którego, w rezultacie ich zaistnienia, powstają mimo to obowiązki notyfikacyjne z art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Por. K. Haładaj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 410.

transakcji, *de lege lata* nie ma przeszkód, aby uzgodniły one między sobą, że jedna z nich działa, realizując obowiązek drugiej strony – byleby tylko zostały prawidłowo dokonane (tj. dotarły do adresatów) zawiadomienia zarówno o nabyciu, jak i o zbyciu akcji, które doprowadziło do istotnej zmiany stanu posiadania w spółce giełdowej.¹²⁴

Wypada jeszcze zwrócić uwagę, że omawiana przesłanka obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 ustawy o ofercie publicznej odwołuje się do kryterium ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, która ma podstawowe znaczenie dla oszacowania czy w danym przypadku rzeczywiście doszło do osiągnięcia lub przekroczenia przez akcjonariusza kwalifikowanych progów udziału w tejże liczbie. Pojęcie ogólnej liczby głosów było już przedmiotem rozważań w tej rozprawie, a więc w tym miejscu przypomnieć jedynie należy, że w myśl art. 4 pkt 17) ustawy o ofercie publicznej oznacza ono sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki publicznej – niezależnie od tego czy w stosunku do poszczególnych akcji prawo głosu jest wyłączone, ograniczone, czy zawieszona na mocy postanowień statutowych bądź przepisów powszechnie obowiązującego prawa.¹²⁵ Tak rozumiana ogólna liczba głosów stanowi *de facto* mianownik, przez który należy dzielić liczbę głosów inkorporowanych w akcjach należących do nabywcy znacznego pakietu akcji (zarówno dotychczas posiadanych, jak i nowo nabytych) – w celu rozstrzygnięcia czy doszło do przekroczenia kwalifikowanego stanu posiadania, a co za tym idzie, aktualizacji obowiązku zawiadomienia KNF oraz spółki publicznej o tym fakcie.

Osiągnięcie lub przekroczenie określonych w art. 69 ustawy o ofercie publicznej progów procentowych udziału w ogólnej liczbie głosów stanowi przesłankę powstania omawianych obowiązków notyfikacyjnych niezależnie od tego czy nastąpiło w efekcie nabycia akcji w obrocie pierwotnym, czy wtórnym, czy w ramach pierwszej oferty publicznej, a także czy nabyte akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do ASO, czy też nie są wcale przedmiotem obrotu na tych rynkach, oraz gdzie zawarta została transakcja skutkująca kwalifikowaną zmianą stanu posiadania w spółce publicznej (jeżeli, rzecz jasna, do zmiany takiej doszło w wyniku transakcji). Po pierwsze bowiem, należy stwierdzić, że ze względu na jasne literalne brzmienie przepisu art. 69 ustawy o ofercie publicznej, który polega jedynie na przesłance osiągnięcia lub przekroczenia odpowiedniej ilości głosów w spółce publicznej, płaszczyzną obrotu, w obrębie której mogą zaistnieć badane obowiązki notyfikacyjne może być zarówno obrót pierwotny, jak i obrót wtórny, a

¹²⁴ Zob. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 396.

¹²⁵ Por. art. 87 ust. 5 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej. Zob. szerzej na ten temat pkt 1.2. rozprawy.

także pierwsza oferta publiczna.¹²⁶ W tym kontekście nieaktualne zdają się wątpliwości zgłaszane niegdyś na gruncie p.p.o.p.w., jakoby powinności notyfikacyjne nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych ograniczały się wyłącznie do sfery obrotu wtórnego.¹²⁷ Po drugie, z punktu widzenia analizowanej przesłanki powstania uregulowanych w art. 69 ustawy o ofercie publicznej obowiązków notyfikacyjnych, czyli osiągnięcia lub przekroczenia poszczególnych progów ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, irrelewantne jest czy została ona spełniona w rezultacie rozporządzenia akcjami dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym (lub wprowadzonymi do ASO), czy akcjami, które znajdują się poza takim obrotem. W spółkach publicznych *de lege lata* mogą bowiem występować zasadniczo zarówno akcje notowane na rynku regulowanym, jak i akcje na nim nienotowane – przy czym jedno, jak i drugie składają się na strukturę akcjonariatu takich spółek, a co za tym idzie, na obowiązujący w nich rozdział głosów. Dla uruchomienia badanych obowiązków notyfikacyjnych istotne jest zatem, że doszło do kwalifikowanej zmiany stanu posiadania ilości głosów w spółce publicznej, bez względu na to czy nastąpiło to wskutek obrotu jej akcjami, ujmując to w pewnym uproszczeniu, notowanymi bądź nienotowanymi na parkiecie giełdowym, lub też kompozycją takich akcji.¹²⁸ Po trzecie, należy podkreślić, że z punktu widzenia przesłanki osiągnięcia lub przekroczenia stypizowanych progów ogólnej liczby głosów w spółkach publicznych nie ma znaczenia miejsce dokonania transakcji, która do tego doprowadziła. Jeżeli bowiem doszło do spełnienia tejże przesłanki powstania badanych obowiązków notyfikacyjnych, to obowiązki te powstają bez względu na to czy przyczyną kwalifikowanej zmiany stanu posiadania była transakcja zawarta na rynku regulowanym i zgodnie z obowiązującymi na nim zasadami obrotu, czy

¹²⁶ Tak też M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 317; A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 395 oraz A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 397. Obrotem pierwotnym, w myśl art. 4 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej jest dokonywanie oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. Z kolei obrotem wtórnym wedle art. 3 pkt 7) ustawy o obrocie jest dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub subemitent usługowy, lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu, albo proponowanie w dowolnej formie i w dowolny sposób, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu, jeżeli propozycja skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata. Natomiast pierwszą ofertą publiczną w myśl art. 4 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej jest dokonywana po raz pierwszy oferta publiczna dotycząca określonych papierów wartościowych.

¹²⁷ Por. M. Wierzbowski (w:) R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2000, s. 379.

¹²⁸ Por. A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 395.

transakcja (lub dowolna inna czynność prawna) dokonana poza tym rynkiem w formie np. prywatnej umowy cywilnoprawnej.¹²⁹

W kontekście omawianej przesłanki uruchomienia obowiązków notyfikacyjnych akcjonariuszy z art. 69 ustawy o ofercie publicznej należy jeszcze zwrócić uwagę na problematykę skupu akcji własnych przez spółki publiczne.¹³⁰ Zagadnieniu powstania powinności notyfikacyjnych po stronie spółki publicznej wskutek przekroczenia przez nią samą kwalifikowanych progów zaangażowania w jej własnym akcjonariacie poświęcono niegdyś sporo miejsca zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w orzecznictwie.¹³¹ Rozważano, w szczególności, czy biorąc pod uwagę unormowanie art. 364 § 2 k.s.h., zgodnie z którym spółki nie mogą wykonywać praw udziałowych z akcji własnych, w przypadku nabycia przez spółkę publiczną znacznego pakietu akcji własnych dochodzi do przekroczenia przez nią istotnych progów udziału w ogólnej liczbie głosów, a co za tym idzie, do aktualizacji związanych z tym wymogów notyfikacyjnych.¹³² Wypowiedziano na tym tle rozmaite stanowiska, jednakże w większości straciły one na znaczeniu w obliczu wprowadzenia definicji ogólnej liczby głosów z art. 4 pkt 17) ustawy o ofercie publicznej, a zarazem regulacji art. 87 ust. 5 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej, w myśl której do liczby głosów, która powoduje powstanie obowiązków określonych w przepisach rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej (m.in. analizowanych obowiązków notyfikacyjnych) wlicza się liczbę głosów ze wszystkich akcji, nawet jeśli wykonywanie z nich prawa głosu jest ograniczone lub wyłączone z mocy statutu, umowy lub przepisów prawa. Aktualne brzmienie tych przepisów wskazuje bowiem jasno, że bez znaczenia z punktu widzenia przekroczenia stypizowanych ustawowo progów ogólnej liczby głosów, a tym samym powstania obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, pozostaje fakt czy prawa głosu inkorporowane w nabytych akcjach mogą być faktycznie realizowane oraz kto pozostaje w posiadaniu tychże akcji – czy akcjonariusz w osobie trzeciej, czy sama spółka publiczna

¹²⁹ Zob. *Ibidem*; a także M. Matczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 318 oraz A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 397.

¹³⁰ Na temat wymogów związanych z nabywaniem akcji własnych przez spółki akcyjne zob. np. D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną na podstawie walnego zgromadzenia w kodeksie spółek handlowych w świetle regulacji dyrektywy kapitałowej*, PPH 2008, Nr 8, s. 24 i nast.; D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Warszawa 2010, s. 21 i nast.

¹³¹ Zob. np. M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji a nabywanie akcji własnych przez spółki publiczne*, PPH 2004, Nr 1, s. 53 i nast.; M. Romanowski, *Nabywanie znacznych pakietów akcji własnych spółek publicznych*, PPH 2004, Nr 5 s. 36 i nast.; T. Sójka, *Nabywanie akcji własnych w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2004, Nr 9, s. 54 i nast.; M. Matczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Matczyński [et al.], *op. cit.*, s. 376 i nast.; a także uchwałę SN z dnia 27 marca 2003 r., sygn. akt I KZP 6/03, BSN 2003, Nr 3, s. 20.

¹³² Zob. np. D. Dąbrowski, *Zawieszenie wykonywania praw udziałowych z akcji własnych oraz z akcji spółki dominującej posiadanych przez spółkę zależną* (w:) M. Cejmer, N. Napierała, T. Sójka (red.), *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kraków 2005, s. 253 i nast.

będąca emitentem tych akcji.¹³³ Oznacza to, że *de lege lata* w razie przekroczenia jakiegokolwiek z określonych w art. 69 ustawy o ofercie publicznej progów procentowych ogólnej liczby głosów w efekcie nabycia akcji własnych przez spółkę publiczną będącą ich emitentem, na spółce tej ciążyą takie same obowiązki notyfikacyjne, jak na każdym innym nabywcy znacznych pakietów jej akcji.

1.4.2.4. Zakres, treść i sposób wykonania obowiązku

W pierwszej kolejności warto zwrócić uwagę na zakres podmiotowy badanych obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Krąg osób zobowiązanych do zawiadomienia KNF oraz spółki publicznej w związku z przekroczeniem stypizowanych ustawowo progów udziału w ogólnej liczbie głosów jawi się bowiem relatywnie szeroko. Przede wszystkim należą do niego akcjonariusze obracający znacznymi pakietami akcji spółki publicznej – zarówno nabywający, jak i zbywający jej akcje, a w ten sposób osiągający lub przekraczający kwalifikowane progi zaangażowania w ogólnej liczbie głosów. Ponadto, do kręgu podmiotów zobowiązanych do realizacji obowiązków notyfikacyjnych zaliczają się także inwestorzy niebędący dotychczas akcjonariuszami spółki publicznej, którzy nabyli znaczny pakiet jej akcji, a także wszelkie osoby, które wskutek zbycia znaczącej ilości akcji spółki publicznej przestały być jej akcjonariuszami.¹³⁴ Trzeba w tym miejscu podkreślić, że obowiązki notyfikacyjne przewidziane w art. 69 ustawy o ofercie publicznej obejmują swoim zakresem akcjonariuszy spółek publicznych także wtedy, kiedy osiągnęli lub przekroczyli oni istotne progi stanu posiadania w wyniku innych okoliczności niż transakcja zakupu lub sprzedaży znacznego pakietu akcji, w tym w efekcie zdarzeń od nich bezpośrednio niezależnych. Zdarzeniami takimi mogą być m.in. umorzenie części akcji spółki publicznej należących do innego akcjonariusza, bądź podwyższenie kapitału zakładowego spółki publicznej, albowiem w ich rezultacie dochodzi zwykle, odpowiednio, do zwiększenia bądź zmniejszenia poziomu zaangażowania poszczególnych udziałowców powyżej lub poniżej kwalifikowanych progów procentowych ogólnej liczby głosów, a co za tym idzie, do uruchomienia po ich stronie obowiązków notyfikacyjnych.¹³⁵

Zakres podmiotowy badanych obowiązków notyfikacyjnych nabywców (lub zbywców) znacznych pakietów akcji spółek giełdowych dodatkowo rozszerzają regulacje

¹³³ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 405.

¹³⁴ Por. *Ibidem*, s. 393.

¹³⁵ Por. A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 410.

zawarte w art. 87 ustawy o ofercie publicznej, stosownie do których obowiązki ustanowione w rozdziale 4 tejże ustawy – w tym także obowiązki z jej art. 69 – mogą spoczywać m.in. również na wszystkich podmiotach działających w porozumieniu (ang. *acting in concert*), o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej, na pełnomocnikach znacznych akcjonariuszy spółek publicznych, o ile nie są związani żadnymi instrukcjami akcjonariusza co do sposobu (kierunku) wykonywania prawa głosu na WZA, a także na podmiotach, które – choć nie posiadają znacznych pakietów akcji we własnym imieniu – dokonują transakcji mających je za przedmiot za pośrednictwem osoby trzeciej, lecz na własne zlecenie lub na własną rzecz. Ponieważ unormowania z art. 87 ustawy o ofercie publicznej wyraźnie rozszerzają zakres podmiotowy zarówno powinności notyfikacyjnych nabywców znacznych ilości akcji spółek giełdowych, jak i obowiązków w sferze wezwań na akcje takich spółek – nie będą one dalej omawiane w tym miejscu, ale zostanie im poświęcony osoby fragment w dalszej części pracy.¹³⁶

W tym miejscu natomiast trzeba zwrócić uwagę, że niejako bez względu na to, kto jest *de iure* zobowiązany do wykonania obowiązków notyfikacyjnych – czy jest to bezpośrednio sam nabywca znacznej ilości akcji w osobie akcjonariusza, czy np. osoba działająca z nim w porozumieniu i w ten sposób zobowiązana na mocy właściwego przepisu art. 87 ustawy o ofercie publicznej – przedmiotowe obowiązki może *de facto* wykonać „fizycznie” każda osoba trzecia zdolna do skutecznego zawiadomienia KNF i spółki publicznej o zajściu kwalifikowanej zmiany w strukturze akcjonariatu tej ostatniej – chociażby ta zmiana w ogóle nie dotyczyła takiej osoby trzeciej.¹³⁷ Zadośćuczynienie badanym obowiązkom dokonuje się bowiem w trybie czynności faktycznej – tj. dostarczenia do KNF i spółki publicznej zawiadomienia stosownej treści – a zatem *de lege lata* nie ma przeszkód, aby faktycznie zadośćuczyniła tym obowiązkom jakakolwiek osoba trzecia, byleby uczyniła to w sposób wiarygodny i zgodny z wymogami spoczywającymi na bezpośrednio zobowiązanym nabywcy (lub zbywcy) znacznego pakietu akcji w spółce giełdowej, albowiem to on jest ostatecznie „rozliczany” z realizacji obowiązku, o którym mowa w art. 69 ustawy o ofercie publicznej i to na nim spoczywają wszelkie ujemne konsekwencje prawne z tytułu uchybienia takiemu obowiązkowi.¹³⁸ Nie ma na tym tle znaczenia czy wspomniana osoba trzecia, która

¹³⁶ Zob. pkt 1.6. rozprawy.

¹³⁷ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 395.

¹³⁸ Odnośnie pożądanego sposobu dostarczenia do KNF zawiadomienia w trybie art. 69 ustawy o ofercie publicznej zob. Stanowisko UKNF z dnia 17 marca 2014 r. w sprawie obowiązku z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, sygn. akt DNO/WPR/4750/9/1/2014/AS – dokument dostępny na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_ustawa_o_ofercie_17_03_2014_37327.pdf (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

wykonywałyby faktycznie powinność notyfikacyjną działa w charakterze posłańca, czy na mocy pełnomocnictwa lub na zlecenie zobowiązanego do notyfikacji nabywcy (lub zbywcy) znacznego pakietu akcji spółki publicznej.¹³⁹

W kontekście zakresu podmiotowego obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 ustawy o ofercie publicznej warto jeszcze ponownie zasygnalizować, że w sytuacji kiedy w ramach jednej i tej samej transakcji dochodzi po obu jej stronach (tj. nabywcy i zbywcy znacznego pakietu akcji) do zwierciadlanej zmiany stanu zaangażowania w spółce giełdowej, a zarazem do przekroczenia przez obie te strony kwalifikowanych progów stanu posiadania – obowiązek notyfikacyjny ma zastosowanie wobec obu tych stron transakcji. Innymi słowy, we wskazanym przypadku nie wystarcza dokonanie jednego zawiadomienia, ale konieczne jest złożenie dwóch osobnych zawiadomień – jednego przez nabywcę akcji (o zwiększeniu stanu posiadania) a drugiego przez ich zbywcę (o odpowiednim zmniejszeniu stanu posiadania).¹⁴⁰

Jak zostało już wyżej wskazane, przedmiotem badanych obowiązków notyfikacyjnych spoczywających na wymienionych kategoriach podmiotów jest powiadomienie KNF oraz spółki o określonych w art. 69 ustawy o ofercie publicznej zmianach stanu posiadania wskutek nabycia lub zbycia akcji tejże spółki, a ściśle rzecz biorąc, o osiągnięciu lub przekroczeniu stypizowanych w tym przepisie progów udziału w jej ogólnej liczbie głosów. Przedmiot obowiązku nabywcy (lub zbywcy) znacznego pakietu akcji koncentruje się zatem na czynności faktycznej, polegającej na przekazaniu konkretnej informacji do jej adresata, tj. KNF oraz spółki publicznej, przy czym nie musi się to dokonywać ani w określonej formie, ani w określonej kolejności.¹⁴¹ W sensie prawnym istotne jest, aby wymagana w danym stanie faktycznym informacja rzeczywiście dotarła do jej adresata w taki sposób, aby mógł się on zapoznać z jej treścią, a co za tym idzie wobec podmiotu zobowiązanego do realizacji obowiązku ustanie zagrożenie sankcjami zarówno korporacyjnoprawnymi, jak i administracyjnymi.¹⁴² Powiadomienia stanowiącego przedmiot badanych obowiązków notyfikacyjnych nie należy więc wprowadzić utożsamiać z oświadczeniem woli w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny¹⁴³, jednakowoż wypada przychylić się do dominującego w doktrynie stanowiska, że do tego zawiadomienia można

¹³⁹ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 395.

¹⁴⁰ Zob. szerzej na ten temat pkt 1.4.2.3. powyżej.

¹⁴¹ Por. *Ibidem*, s. 393, a także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 135.

¹⁴² Zob. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 393-394. Por. też wyrok WSA w Warszawie z dnia 2 października 2015 r., sygn. akt VI SA/Wa 1394/15, SIP LEX nr 1941232.

¹⁴³ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 1025 ze zm. Dalej jako „k.c.”.

stosować odpowiednio, w drodze *analogia legis*, przepisy o oświadczeniach woli, w szczególności zaś art. 61 k.c.¹⁴⁴

Zakres przedmiotowy tak dokonywanego obowiązku notyfikacyjnego determinuje z kolei przede wszystkim to, jaki próg udziału w ogólnej liczbie głosów został osiągnięty lub przekroczony w danych okolicznościach, a także to, czy podmiot zobowiązany jest już istotnym (strategicznym) akcjonariuszem spółki publicznej, tj. czy dotychczasowe jego zaangażowanie wynosi ponad 10% bądź ponad 33% ogólnej liczby głosów w spółce. Kwestie te mają podstawowe znaczenie z punktu widzenia, z jednej strony, obowiązującej częstotliwości dokonywania zawiadomień w związku ze zmianą stanu posiadania oraz, z drugiej strony, zakresu koniecznej treści tychże zawiadomień. W myśl bowiem art. 69 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej w stosunku do akcjonariuszy posiadających już akcje spółki publicznej dające im, odpowiednio, ponad 10% lub 33% w ogólnej liczbie głosów – zakres analizowanych obowiązków ulega znacznemu rozszerzeniu. Pomimo powinności informowania o osiągnięciu lub przekroczeniu stypizowanych w ust. 1 tego przepisu progów, akcjonariusze tacy zobligowani są do zawiadamiania o zmianach dotychczasowego stanu posiadania o co najmniej 2% albo 5% ogólnej liczby głosów (akcjonariusze posiadający dotychczas udział ponad 10% ogólnej liczby głosów, odpowiednio, w spółce publicznej, której akcje są notowane na GPW albo w spółce publicznej, której akcje są przedmiotem notowań na innym rynku regulowanym), bądź nawet o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów (akcjonariusze posiadający dotychczas udział ponad 33% ogólnej liczby głosów w jakiegokolwiek spółce publicznej). Ponadto, zgodnie z art. 69 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej opisującym zakres przedmiotowy zawiadomienia, akcjonariusze osiągający lub przekraczający 10% ogólnej liczby głosów zobowiązani są dodatkowo do przekazania szczególnego rodzaju informacji o zamiarach dalszego zwiększania swego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce w okresie najbliższych 12 miesięcy od złożenia zawiadomienia oraz o celu zwiększania tego udziału – niezależnie od powinności ujawnienia wszystkich „standardowych” informacji wymienionych w przywołanym przepisie, które będą scharakteryzowane poniżej. Warto uzupełnić, że uciążliwość obowiązku notyfikacyjnego względem tychże akcjonariuszy potęguje rozwiązanie przewidziane w ustępie 5 omawianego artykułu, które zresztą jeszcze bardziej rozszerza zakres przedmiotowy badanego obowiązku. Stosownie do tego przepisu, w razie jakiegokolwiek późniejszej zmiany wspomnianych zamiarów lub celu, akcjonariusz powinien niezwłocznie, nie później niż w terminie 3 dni

¹⁴⁴ Tak np. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 394; oraz A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 414, a także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 69.

roboczych od dnia zaistnienia tej zmiany, poinformować o tym Komisję oraz spółę publiczną. Z całym przekonaniem zdefiniowanie zaistnienia samych tych zamiarów lub celu, a tym bardziej ich jakichkolwiek zmian jest w praktyce niezwykle skomplikowanym przedsięwzięciem, czyniąc zarazem omawiane przepisy rzeczywiście problematycznymi z punktu widzenia subiektywnej przecież oceny rozmaitych zjawisk gospodarczych przez poszczególnych uczestników obrotu.¹⁴⁵

Dla przedstawienia pełnego obrazu sposobu realizacji omawianych obowiązków notyfikacyjnych należy także zwrócić uwagę na kwestię dość oczywistą, która jednakowoż może niekiedy budzić w praktyce wątpliwości interpretacyjne. Mianowicie, w sytuacji przekroczenia bądź osiągnięcia przez akcjonariusza zarazem kilku progów udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej, o których mowa w art. 69 ustawy o ofercie publicznej, ów akcjonariusz nie ma obowiązku zawiadamiać o przekroczeniu lub osiągnięciu każdego z nich z osobna, lecz zobowiązany jest wyłącznie do poinformowania o przekroczeniu lub osiągnięciu, odpowiednio, najwyższego albo najniższego z uzyskanych progów.¹⁴⁶ Nie ma przy tym znaczenia, czy ów najwyższy albo najniższy próg został przekroczony bądź osiągnięty w rezultacie pojedynczej transakcji, czy w drodze kilku kolejnych zdarzeń prawnych, które polegały na systematycznym zwiększaniu lub zmniejszaniu udziału akcjonariusza w spółce publicznej. Innymi słowy, w razie znaczącego zwiększenia bądź zmniejszenia zaangażowania w spółce publicznej zastosowanie ma, jako dalej idący, obowiązek w zakresie notyfikacji o przekroczeniu lub osiągnięciu, odpowiednio, najwyższego bądź najniższego z uzyskanych i określonych ustawowo progów w ogólnej liczbie głosów i tym samym konsumuje on wszelkie powinności notyfikacyjne o mniejszej skali doniosłości.

Treść każdego zawiadomienia dokonywanego na podstawie art. 69 ustawy o ofercie publicznej winna zawierać, w szczególności, trzy podstawowe kategorie informacji. Po pierwsze, w analizowanym zawiadomieniu znajdować musi się informacja o dacie i rodzaju zdarzenia powodującego zmianę stanu posiadania, której dotyczy owo zdarzenie, czyli np. informacja o zawartej danego dnia umowie cywilnoprawnej, bądź o dokonany podwyższeniu kapitału zakładowego spółki publicznej. Po drugie, niezbędną w przedmiotowym zawiadomieniu informacją jest określenie liczby akcji posiadanych przed zmianą stanu posiadania i ich procentowym udziale w kapitale zakładowym spółki oraz o

¹⁴⁵ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 403. Autor proponuje uniwersalną dyrektywę interpretacyjną, opartą na kryterium konkretności, które miałyby w praktyce ułatwić zainteresowanym zdefiniowanie ich zamiarów w zależności od m.in. stopnia ich prawdopodobieństwa czy zaawansowania procesu decyzyjnego lub podjętych czynności.

¹⁴⁶ Por. A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 402-403.

liczbie głosów z tych akcji i ich procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów. Po trzecie, informacją absolutnie rudymetarną z punktu widzenia idei przyświecającej omawianym obowiązkom notyfikacyjnym, a tym samym podstawową dla treści zawiadomienia z art. 69 ustawy o ofercie publicznej jest informacja o liczbie aktualnie posiadanych akcji (tj. liczbie akcji po zaistnieniu zmiany stanu posiadania) i ich procentowym udziale w kapitale zakładowym oraz o liczbie głosów przypadających z tych akcji i ich procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów. Biorąc pod uwagę założenia funkcjonalne stojące u podstaw obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowym należy stwierdzić, że brak którejkolwiek spośród trzech wymienionych grup informacji oznacza nie wykonanie ustawowej powinności, a co za tym idzie naruszenie bezwzględnie obowiązującego wymogu prawa, skutkujące uruchomieniem odpowiednich sankcji.

Niezależnie od wymienionych wyżej grup informacji, w świetle art. 69 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej w zawiadomieniu nabywcy lub zbywcy znacznego pakietu akcji o zmianie stanu posiadania winny się również znajdować informacje o podmiotach od niego zależnych, (o ile takowe występują, a zarazem posiadają akcje spółki publicznej), a także informacje o osobach, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. c) ustawy o ofercie publicznej. Te dwie kategorie informacji wymienione są wprawdzie w omawianym przepisie na równi z wcześniej opisanymi grupami informacjami i w tym kontekście ich brak w treści zawiadomienia przekazywanego do KNF oraz do spółki stanowi formalne naruszenie obowiązku notyfikacyjnego, jakkolwiek z drugiej strony tym dwóm kategoriom informacji przypisać można *de facto* uzupełniający charakter, a tym samym uznać, w oparciu o wykładnię funkcjonalną badanych regulacji, że ich ewentualne pominięcie w treści zawiadomienia nie jest równoznaczne z nie zrealizowaniem obowiązku notyfikacyjnego w ścisłym tego słowa znaczeniu.¹⁴⁷ Warto w tym miejscu podkreślić, że treść zawiadomienia przekazywanego do KNF oraz spółki publicznej może być, w myśl art. 69 ust. 4b ustawy o ofercie publicznej, sformułowana także w języku angielskim.

Jak zostało już ustalone, przedmiotem obowiązku notyfikacyjnego, o którym mowa w art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej jest złożenie zawiadomienia o stosownej treści do KNF oraz do spółki publicznej, w której stan udziału osoby zobowiązanej uległ znaczącej zmianie. Na tym tle poruszyć jeszcze jednak należy niezwykle ważne zagadnienie, a mianowicie, problem terminu w jakim owo zawiadomienie winno zostać dokonane. Zagadnienie to zostało bowiem ujęte w przepisach art. 69 ustawy o ofercie publicznej w

¹⁴⁷ *Ibidem*, s. 402; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 140-141. Szerzej nt. naruszeń obowiązków notyfikacyjnych zob. pkt 2.2. pracy.

sposób dość złożony, a zarazem zróżnicowany – w zależności od miejsca wystąpienia zdarzenia stojącego u podstaw nabycia lub zbycia znacznego pakietu akcji danej spółki publicznej. Przede wszystkim, w ustępie 1 tego artykułu ustawodawca wyraźnie stwierdza, że zawiadomienie winno zostać złożone niezwłocznie, wyrażając tym samym swego rodzaju dyrektywę, że pomimo wskazanych w dalszym fragmencie przepisu terminów podmiot zobowiązany powinien zrealizować obowiązek możliwie najszybciej.¹⁴⁸ Rzecz jasna dyrektywa ta z czysto formalnego punktu widzenia pełni wyłącznie funkcję pomocniczą (motywuującą do jak najpilniejszego przekazania informacji do ich adresatów), albowiem wiążące pozostają, i tak, terminy oznaczone w dniach, które *de iure* wyznaczają nabywcom lub zbywcom znacznych pakietów akcji spółek publicznych granicę okresu umożliwiającego prawidłowe dokonanie zawiadomienia.¹⁴⁹

Pierwszym z granicznych terminów oznaczonych w art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej na okoliczność dokonania zawiadomienia jest termin 4 dni roboczych od dnia, w którym osoba zobowiązana dowiedziała się o zmianie udziału w ogólnej liczbie głosów lub przy zachowaniu należytej staranności mogła się o niej dowiedzieć. W terminie tym zawiadomienia winny dokonać osoby zobowiązane w sytuacjach, kiedy do kwalifikowanej zmiany ich stanu posiadania doszło w wyniku jakiegokolwiek zdarzenia – z wyjątkiem transakcji dokonywanej na rynku regulowanym, czyli, w szczególności, w wyniku tzw. transakcji prywatnych zawieranych na mocy umów cywilnoprawnych. Zgodnie z zasadniczą tezą wyroku NSA z dnia 24 listopada 2017 r. omawiany 4-dniowy termin uważa się za „zachowany wówczas, gdy zawiadomienie zostanie doręczone Komisji Nadzoru Finansowego i emitentowi nie później niż w 4 dniu roboczym od dnia powstania obowiązku informacyjnego”.¹⁵⁰ Ponadto, zdaniem NSA, przedmiotowy termin jest terminem praw materialnego, co oznacza, że jego zachowanie i prawidłowa realizacja obowiązku dokonania zawiadomienia w myśl art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej powoduje ustanie stanu zagrożenia sankcją administracyjnoprawną z art. 97 tejże ustawy.¹⁵¹

Z drugiej strony bowiem, w odniesieniu do kwalifikowanych zmian udziału w ogólnej liczbie głosów spowodowanych nabyciem (lub zbyciem) akcji w drodze właśnie transakcji zawartej na rynku regulowanym, art. 69 ust. 1 *in fine* ustawy o ofercie publicznej przewiduje na dokonanie stosownego zawiadomienia termin maksymalnie 6 dni sesyjnych od dnia

¹⁴⁸ Szerzej nt. interpretacji pojęcia „niezwłocznie” w kontekście terminu dokonania analizowanego zawiadomienia zob. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 278-280.

¹⁴⁹ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 397.

¹⁵⁰ Sygn. akt II GSK 266/16, SIP LEX nr 2427585.

¹⁵¹ Zob. *Ibidem*.

zawarcia takowej transakcji. Wyodrębnienie tegoż 6-dniowego terminu na mocy nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z 2008 r. uznać zresztą należy za słuszne rozwiązanie, albowiem odwołuje się ono do dnia zdarzenia w pełni czytelnego dla nabywcy (lub zbywcy) znacznego pakietu akcji, a zarazem pozostającego pod jego kontrolą, czyli do dnia zawarcia transakcji na rynku regulowanym.¹⁵²

W kontekście wskazanych terminów realizacji obowiązku notyfikacyjnego dotyczącego nabycia lub zbycia znacznego pakietu akcji spółki giełdowej należy jeszcze na koniec zwrócić uwagę na rozbieżną terminologię, jaką w tym zakresie posługuje się ustawodawca. Z jednej strony, wyznaczając termin na wykonanie przedmiotowego obowiązku w przypadkach zmian udziału w ogólnej liczbie głosów nie wynikających z zawarcia transakcji na rynku regulowanym, mamy do czynienia z terminem oznaczonym w dniach roboczych – „nie później niż w terminie 4 dni roboczych (...)” – przy czym dniami roboczymi, w największym ogóle, są wszystkie dni z wyjątkiem dni będących oficjalnymi świętami państwowymi oraz niedziel. Z drugiej zaś strony, w przypadku zmiany stanu posiadania stanowiącej rezultat zawarcia takowej transakcji, termin na realizację powinności notyfikacyjnej określają dni sesyjne – „nie później niż w terminie 6 dni sesyjnych (...)”. Dniami sesyjnymi, w świetle art. 69 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej są zaś dni określone przez spółkę prowadzącą rynek regulowany w regulaminie, zgodnie z przepisami prawa o obrocie instrumentami finansowymi oraz ogłoszone przez Komisję w drodze publikacji na stronie internetowej. Tak specyficzne rozróżnienie granicznych terminów dokonania zawiadomienia, o którym mowa w art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej ma na celu dostosowanie polskiej regulacji do rozwiązań przyjętych w prawie unijnym, a w praktyce obrotu dokonywanego na rynku regulowanym pozwala ono na skoordynowanie ostatecznego momentu złożenia zawiadomienia z cyklem rozliczeniowym akcji funkcjonującym na tymże rynku.¹⁵³

Na koniec omawianego wątku wypada jeszcze zasygnalizować, że – niezależnie od skomplikowanego ujęcia terminów realizacji obowiązku notyfikacyjnego przez nabywców

¹⁵² W przeciwieństwie do wcześniej obowiązującej regulacji, która wymagała również od podmiotów zobowiązanych nabywających akcje w oparciu o instrumenty rynku regulowanego zachowania szczególnej aktywności w celu ustalenia, którego dnia faktycznie doszło do przeksięgowania akcji nabytych (lub zbytych) w drodze transakcji zawartej na rynku regulowanym na właściwy rachunek papierów wartościowych, czyli *de facto* do dokonania stosownego zapisu w elektronicznym systemie depozytu. Zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 321. Obecnie takową najwyższą staranność muszą zachować wyłącznie podmioty zobowiązane do złożenia zawiadomienia w związku z wymagającą zawiadomienia zmianą stanu posiadania wynikłą ze zdarzenia innego niż transakcja zawarta na rynku regulowanym – por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 397.

¹⁵³ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 398.

lub zbywców znacznych ilości akcji w spółkach publicznych – zarówno do terminu oznaczonego dniami roboczymi, jak i terminu oznaczonego dniami sesyjnymi stosuje się ogólne zasady przyjęte na gruncie przepisów art. 111 k.c. odnośnie szacowania terminów sformułowanych w dniach.¹⁵⁴

1.4.2.5. Wyłączenie obowiązku

Obowiązek złożenia zawiadomienia, o którym mowa w art. 69 ust. 1 i 2 ustawy o ofercie publicznej jest wyłączony w przypadku, kiedy po rozliczeniu w depozycie papierów wartościowych kilku transakcji dokonanych na rynku regulowanym w tym samym dniu zmiana udziału akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej na koniec dnia rozliczenia nie powoduje osiągnięcia lub przekroczenia kwalifikowanego progu ogólnej liczby głosów, z którym związane jest powstanie przedmiotowego obowiązku. Innymi słowy, momentem „wiązącym” z punktu widzenia oceny stanu partycypacji akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów w spółce i, co za tym idzie, ewentualnej aktualizacji obowiązku notyfikacyjnego jest koniec dnia sesyjnego, podczas którego doszło do przekroczenia danego progu ogólnej liczby głosów. Jeżeli bowiem do tego czasu akcjonariusz dokona takich rozporządzeń akcjami, że poziom jego udziału w ogólnej liczbie głosów nie będzie ostatecznie przewyższał tego (przekroczonego w tym dniu) progu ogólnej liczby głosów, to nie zaistnieje po jego stronie potrzeba złożenia zawiadomienia, o którym mowa w art. 69 ust. 1 i 2 ustawy o ofercie publicznej. Rozwiązanie owo przewiduje ust. 3 tego artykułu. Jego wiodącym założeniem jest zapobieżenie sytuacjom, w których przekazywane miałyby być informacje dotyczące chwilowego stanu zaangażowania akcjonariusza i niemające relewantnego znaczenia dla ostatecznego układu sił w spółce publicznej, a zarazem odejście od funkcjonalnie niepotrzebnego obciążenia podmiotów zawierających transakcje tzw. krótkoterminowe – 1-dniowe (ang. *daytrading*) powinnością notyfikacyjną.¹⁵⁵

1.4.3. Obowiązki emitenta w zakresie ujawnienia stanu posiadania

1.4.3.1. Publikacja raportu w trybie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej

¹⁵⁴ Por. *Ibidem*, s. 399 oraz M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 321. Zob. także na tle p.p.o.p.w. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 741.

¹⁵⁵ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o ofercie publicznej, s. 21, Druk sejmowy Nr 3970 z 26 kwietnia 2005 r., s. 23; Por. także K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 414; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 400.

1.4.3.1.1. Podstawa prawna i przesłanki powstania obowiązku

Jak zostało już wcześniej ustalone, informacje na temat układu sił w akcjonariacie spółki publicznej, jak i jego znaczących zmian mają szczególnie istotne znaczenie dla sposobu postrzegania spółki na rynku, jej oceny (wyceny) i perspektyw rozwoju, a w konsekwencji zainteresowania inwestorów wyemitowanymi przez nią papierami wartościowymi. Z tych m.in. względów zasadą jest, że komunikaty dotyczące stanu posiadania znacznych akcjonariuszy w spółkach publicznych – jako sygnały niosące za sobą walor cenotwórczy – muszą trafiać niezwłocznie do wiadomości publicznej.

Ponieważ na tle europejskich, a w tym także i naszych, polskich regulacji rynku kapitałowego spółki publiczne są głównym dostarczycielem cenotwórczych informacji do wiadomości publicznej, a zarazem są one zobowiązane *ex lege* do posiadania odpowiedniego zaplecza technicznego (elektronicznego) umożliwiającego im szybką i sprawną komunikację zarówno z KNF, jak i z agencją informacyjną, a przeto z całym rynkiem giełdowym, to ustawodawca zobowiązał właśnie te spółki do finalnego upowszechnienia informacji zawartych w zawiadomieniach dokonywanych na podstawie art. 69 ustawy o ofercie publicznej przez nabywców lub zbywców znacznych pakietów ich akcji.

Występując *de facto* w charakterze pośrednika, w myśl art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej, każda spółka publiczna ma obowiązek niezwłocznie przekazać informacje, w wymiarze określonym w art. 69 tejże ustawy, równocześnie do wiadomości publicznej, do KNF oraz do spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym są notowane akcje tej spółki publicznej. Jak zauważa A. Chłopecki poza względami praktycznymi (technicznymi), owo pośrednictwo spółki publicznej w upublicznianiu informacji o zmianach stanu posiadania znacznych pakietów akcji ma w istocie służyć temu, „aby nie rozpowszechnić informacji, które uznać można za mało wiarygodne lub zupełnie niewiarygodne. A tak mogłoby się zdarzyć, gdyby informacja mogła być przekazywana przez dowolną osobę, bez jej weryfikacji przez emitenta”.¹⁵⁶

Przesłanką powstania obowiązku informacyjnego na podstawie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej jest więc otrzymanie przez spółkę publiczną zawiadomienia, o którym mowa w art. 69 tej ustawy – od osoby zobowiązanej (bądź, jak zostało już wyjaśnione, od jakiegokolwiek osoby trzeciej działającej w imieniu osoby zobowiązanej) w związku z

¹⁵⁶ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 411-412.

kwalfikowaną zmianą jej stanu zaangażowania w tej spółce. Powinność informacyjna po stronie spółki publicznej uruchamia się natychmiast po notyfikacji przedmiotowej zmiany przez osobę zobowiązaną. Na tym tle warto zwrócić jednakowoż uwagę na dwa problemy, które mogą zaistnieć w praktyce obrotu.

Mianowicie, po pierwsze, może zdarzyć się sytuacja, kiedy nabywca lub zbywca znacznej ilości akcji w spółce publicznej nie składa do spółki – pomimo zaistnienia ku temu powodów – wymaganego zawiadomienia na podstawie art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Wydaje się, że w przypadku takim trudno oczekiwać od spółki publicznej, aby upubliczniła z własnej inicjatywy raport na temat zmiany stanu posiadania znacznej ilości akcji przez danego akcjonariusza w trybie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej, albowiem raport taki powinien mieć zawsze charakter pochodny w stosunku do notyfikacji uzyskanej od tego akcjonariusza.¹⁵⁷ W analizowanej sytuacji nie zachodzi bowiem *de iure* przesłanka powstania omawianego obowiązku informacyjnego i nie należy obciążać spółki publicznej winą za bezprawne działanie (zaniechanie) jej akcjonariusza – tym bardziej, że spółka publiczna nie dysponuje indywidualnymi środkami kontroli umożliwiającymi jej *ad hoc* śledzenie zmian w strukturze jej akcjonariatu.¹⁵⁸ Jakkolwiek zatem w razie przywołanego problemu rynek zostaje pozbawiony dostępu do wiedzy na temat aktualnego układu sił w spółce publicznej i jest to niewątpliwie stan, który od strony funkcjonalnej obowiązków informacyjnych ocenić należy ujemnie, to jednak uchybienia akcjonariusza nie powinny działać na niekorzyść spółki publicznej – obciążać jej odpowiedzialnością za wadliwe (bierne) zachowanie jej udziałowca.¹⁵⁹ W przypadku zresztą braku przekazania do spółki publicznej zawiadomienia przez zobowiązanego nabywcę lub zbywcę znacznego pakietu jej akcji, wymaganie od tej spółki udostępnienia odpowiedniej informacji w trybie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej obarczone byłoby swoistym ryzykiem omyłki, której ewentualne wystąpienie mogłoby w praktyce wprowadzić inwestorów giełdowych w błąd, sygnalizując im fałszywy obraz zarówno bieżącego stanu posiadania akcji danej spółki publicznej, jak i popytu bądź podaży na te akcje, a w rezultacie stwarzać warunki manipulacji kursem jej akcji. Ów tok rozumowania utwierdza zatem w przekonaniu co do odrzucenia jakichkolwiek przesłanek

¹⁵⁷ Por. P. Wajda, *op. cit.*, s. 280.

¹⁵⁸ Zob. szerzej M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 70 oraz 296-298.

¹⁵⁹ Na spółce publicznej nie ciąży obowiązek badania, czy jej akcjonariusze, mimo zaistnienia przesłanek, zaniedbali spełnienia obowiązku notyfikacyjnego. Spółka jest jedynie zobowiązana do zadośćuczynienia obowiązkowi przekazania informacji otrzymanej od akcjonariusza agencji informacyjnej, KNF i spółce prowadzącej giełdę – jedynie za niewykonanie tego obowiązku spółka publiczna może ponieść odpowiedzialność zgodnie z art. 96 ust. 1e zd. 2 ustawy o ofercie publicznej. Por. w tym kontekście stosunkowo dawno wydany, ale wciąż zasadny wyrok NSA z dnia 9 września 2003 r., sygn. akt III SA 2968/02, SIP LEX nr 160487.

powstania omawianego obowiązku informacyjnego spółki publicznej – za wyjątkiem złożenia zawiadomienia, zgodnie z art. 69 ustawy o ofercie publicznej.

Po drugie, w praktyce obrotu może się również zdarzyć sytuacja zgoła odmienna, aczkolwiek nie mniej niebezpieczna od skomentowanej powyżej – z punktu widzenia efektywności informacyjnej rynku kapitałowego i zagrożenia manipulacją kursu akcji spółki publicznej. Otóż, jak zostało wyjaśnione, obowiązek notyfikacyjny określony w art. 69 ustawy o ofercie publicznej powinien zrealizować nabywca lub zbywca znacznego pakietu akcji – jakkolwiek może to również uczynić w jego imieniu jakakolwiek osoba trzecia – byleby prawidłowe zawiadomienie dotarło do adresata. Kluczowe w kontekście problemu, który zamierzam niniejszym skomentować zdaje się być określenie „prawidłowe zawiadomienie”. Może się bowiem zdarzyć, że akcjonariusz spółki publicznej (bądź osoba trzecia, której zlecił owo zadanie) celowo przekazuje do spółki giełdowej nieprawidłowe i całkowicie sfalszowane zawiadomienie w trybie art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej o treści dotyczącej zmiany stanu posiadania, której upublicznienie ma spowodować nagły wzrost lub spadek notowań kursu akcji spółki na rynku regulowanym, a więc doprowadzić do zamierzonej przez akcjonariusza manipulacji na rynku.¹⁶⁰ Przykładem takiej sytuacji może być fałszywe (niemające w ogóle pokrycia w rzeczywistości) zawiadomienie złożone przez znaczącego akcjonariusza do spółki publicznej o zbyciu znacznej liczby akcji na rzecz, dajmy na to, powszechnie znanego i poważanego w branży inwestora strategicznego. Sytuacja taka, niosąc za sobą wieść o cenotwórczej naturze, winna w obiektywny sposób przyczynić się do rychłego wzrostu wartości akcji spółki publicznej, spełniając zarazem zamierzony przez akcjonariusza – fałszerza cel, czyli spowodować szybki i, zapewne, istotny wzrost wartości należących do niego akcji, dzięki czemu będzie mógł je sprzedać po zawyżonej (bezpodstawnie) cenie, odnosząc tym samym korzyść majątkową w oparciu o manipulację na rynku akcji. Abstrahując od, oczywiście, ujemnej oceny takiego działania akcjonariusza – jako umyślnego naruszenia obowiązku notyfikacyjnego w celu usiłowania albo dokonania zakazanej manipulacji na rynku akcji ze wszelkimi tego konsekwencjami – na tle opisanej sytuacji pojawia się niezwykle interesujące pytanie, tj. jak ma się zachować emitent, a *de facto*, zarząd emitenta – w kontekście ciążącego na nim obowiązku z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej – kiedy podejrzewa, że doręczone mu zawiadomienie (mające źródłowe

¹⁶⁰ W kwestii pojęcia manipulacji na rynku regulowanym oraz zakazu jej dokonywania lub usiłowania – zob. art. 12 i art. 15 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE 2014 L 173/1 ze zm.). Rozporządzenie to zwane będzie dalej jako „rozporządzenie ws. nadużyć na rynku”.

znaczenie dla pochodnego obowiązku informacyjnego emitenta) jest całkowicie sfalszowane, tudzież powziął inne uzasadnione wątpliwości co do prawdziwości (treści) otrzymanego zawiadomienia?

Z jednej strony, gdyby przyjąć *stricte* formalistyczną postawę, odpowiedź na to pytanie brzmiałaby następująco: ponieważ nabywca lub zbywca znacznego pakietu akcji odpowiada za prawidłowe wykonanie obowiązku dokonania zawiadomienia o zmianie stanu posiadania (art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej), a spółka publiczna, jako odbiorca takiego zawiadomienia, pełni rolę odtwórczą („Spółka publiczna jest obowiązana do [...] niezwłocznego przekazywania informacji, w zakresie określonym w art. 69 [...]”), to spółka publiczna – niezależnie od powziętych podejrzeń co do rzetelności otrzymanego zawiadomienia – nie powinna go badać, natomiast powinna przekazać otrzymane zawiadomienie do publicznej wiadomości, do KNF i do GPW, albowiem z wykonania tej właśnie powinności jest rozliczana.¹⁶¹ Innymi słowy, spółka publiczna, nie bacząc na potencjalne zagrożenie manipulacją kursu jej akcji, powinna technicznie przekazać dalej – do wiadomości rynku – otrzymaną notyfikację w sprawie zmiany stanu posiadania. Tak udzielona odpowiedź na postawione wyżej pytanie znacznie zresztą upraszczałaby formułę realizacji obowiązku z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej, narzucając spółkom publicznym o wiele mniejszy nakład pracy niż gdyby wymagać od nich każdorazowej weryfikacji formalnej i interpretacji treści zawiadomień otrzymywanych w trybie art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Warto w tym miejscu zasygnalizować, że być może większość spółek publicznych uczestniczących obecnie w obrocie giełdowym podziela tę odpowiedź, albowiem coraz częściej zaobserwować można w praktyce relacji inwestorskich, iż wykonanie przedmiotowego obowiązku informacyjnego sprowadza się do skopiowania przez emitenta otrzymanego od akcjonariusza zawiadomienia o zmianie stanu posiadania lub zamieszczenia takiego zawiadomienia w załączniku do upublicznianego raportu bieżącego.¹⁶²

¹⁶¹ Spółka publiczna nie może bowiem ponosić odpowiedzialności za fałszywą treść informacji zamieszczonych w zawiadomieniu złożonym przez akcjonariusza w trybie art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Spółka ta może natomiast ponosić odpowiedzialność za naruszenie obowiązku informacyjnego z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej – kiedy nie przekaże raportu o zmianie stanu posiadania pomimo należytego zrealizowania przez akcjonariusza wymogu złożenia zawiadomienia w trybie art. 69 tejże ustawy. W tym kontekście por. wyrok NSA z dnia 9 września 2003 r., sygn. akt III SA 2968/02, SIP LEX nr 160487.

¹⁶² Por. raport bieżący nr 20/2017 spółki Lotos S.A. z dnia 13 września 2017 r. (raport dostępny na stronie internetowej spółki Lotos S.A. pod adresem: http://inwestor.lotos.pl/1185/p,194,i,970/raporty_i_dane/raporty_biezace/zawiadomienie__znaczne_pakiety_akcji); raport bieżący nr 19/2018 spółki British Automotive Holding S.A. z dnia 17 stycznia 2018 r. (raport bieżący dostępny na stronie internetowej spółki British Automotive Holding S.A. pod adresem: <https://baholding.pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/>); raport bieżący nr 50/2018 spółki Serinus Energy Inc. z dnia 28 czerwca 2018 r. (raport dostępny na stronie internetowej spółki Serinus Energy Inc. pod adresem: http://serinusenergy.com/wp-content/uploads/2018/06/rb-50_2018.pdf); raport bieżący nr 34/2018 spółki Decora

Ja natomiast do kierunku przedstawionej odpowiedzi się nie przychylam. Techniczne wykonanie obowiązku informacyjnego z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej nie jest bowiem celem samym w sobie, a co za tym idzie, niedopuszczalne jest uznanie, iż w każdym przypadku informację otrzymaną w trybie art. 69 tejże ustawy spółka publiczna powinna przekazywać dalej – byleby technicznie „zwolnić się” z ciążącego na niej obowiązku informacyjnego. Obowiązek ten należy interpretować (i wykonywać) z uwzględnieniem rzeczywistego celu jaki stoi u jego podstaw, tzn. zapewnienia przejrzystości aktualnego akcjonariatu spółki publicznej.

Z drugiej więc strony, ważkie racje funkcjonalne, a także swoista „furtka” jaką stwarza unormowanie zawarte w art. 71 ustawy o ofercie publicznej przemawiają za tym, aby odpowiedź na postawione wyżej pytanie była następująca: w przypadku uzasadnionych wątpliwości co do prawdziwości (treści) zawiadomienia otrzymanego w trybie art. 69 tejże ustawy spółka publiczna powinna wykazać się inicjatywą i, w celu ochrony swych akcjonariuszy oraz potencjalnych inwestorów przed konsekwencjami podjęcia decyzji inwestycyjnej w oparciu o zmanipulowany kurs notowań, podjąć możliwe działania w celu weryfikacji rzetelności chociażby najistotniejszych elementów treści otrzymanego zawiadomienia (np. podmiotów wskazanych w zawiadomieniu jako nabywca albo zbywca akcji, liczby nabytych albo zbytych przez te podmioty akcji czy związanej z nabyciem lub zbyciem zmiany udziałów tych podmiotów w ogólnej liczbie głosów). Głównym uzasadnieniem funkcjonalnym istnienia obowiązku informacyjnego z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej jest bowiem potrzeba transparentności struktury akcjonariatu spółki publicznej tak, aby rzeczywisty układ sił w spółce był na bieżąco odzwierciedlany w wartości kursu jej akcji na rynku notowań, a co za tym idzie, aby inwestorzy mogli podejmować swe decyzje o nabyciu lub zbyciu akcji danej spółki w pełni racjonalnie. To przejrzystość akcjonariatu jest przecież celem, którego osiągnięciu sprzyjać ma wykonywanie obowiązku informacyjnego, a nie odwrotnie. W związku z tym, można zasadnie oczekiwać od spółki publicznej, a *de facto* od kierującego jej sprawami zarządu, aby działał w interesie spółki i jej kapitałodawców, a tym samym dokładając staranności wynikającej z zawodowego charakteru swej funkcji (art. 483 § 2 k.s.h.) w jakikolwiek sposób badał podejrzanе zawiadomienie o zmianie stanu posiadania zanim przekaże je do wiadomości publicznej, KNF i GPW, na

S.A. z dnia 22 października 2018 r. (raport dostępny na stronie internetowej spółki Decora S.A. pod adresem: <http://www.decora.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-biezace/2018/34-2018/>); raport bieżący nr 25/2018 spółki Polwax S.A. z dnia 5 listopada 2018 r. (raport dostępny na stronie internetowej spółki Polwax S.A. pod adresem: https://inwestor.polwax.pl/pl/inwestor/aktualnosci/529/raport_biezacy_nr_252018). Wszystkie dane adresowe według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.

podstawie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej. Rzecz jasna kwestią otwartą pozostają instrumenty jakimi spółka publiczna mogłaby się posłużyć w celu kontroli prawdziwości otrzymanego zawiadomienia. Wszak jej zarząd mógłby, na przykład, zwrócić się z odpowiednimi zapytaniami do osób wskazanych w treści wątpliwego zawiadomienia bądź podjąć próbę weryfikacji rzetelności podejrzanego zawiadomienia, zwracając się do KDPW z wnioskiem o udostępnienie stosownego wykazu określającego akcjonariuszy spółki (na przykład na mocy umowy dotyczącej weryfikacji składu akcjonariatu spółki, której przedmiotem byłoby zebranie przez KDPW danych dotyczących aktualnego akcjonariatu od domów maklerskich) lub kierując bezpośrednio do odpowiednich (wskazanych przez KDPW) domów maklerskich wnioski o wydanie zaświadczeń wskazujących liczbę akcji pozostających w posiadaniu danej osoby.¹⁶³ Oczywiście – w braku *de lege lata* stosownej procedury normatywnej – rezultaty takich wniosków spółki publicznej mogłyby być w praktyce różne, a z pewnością oczekiwanie na uzyskanie odpowiedzi na nie byłoby czasochłonne, co z kolei naraziłoby spółkę publiczną na zarzut uchybienia obowiązkowi informacyjnemu.¹⁶⁴ W tym miejscu z pomocą zdaje się jednak przyjść wspomniana regulacja art. 71 ustawy o ofercie publicznej, której szczegółowa analiza będzie przedmiotem dalszego fragmentu rozprawy. Regulacja ta pozwala bowiem na zwolnienie spółki publicznej z analizowanego obowiązku informacyjnego (art. 70 pkt 1] ustawy o ofercie publicznej), jeśli ujawnienie danej informacji mogłoby zaszkodzić interesowi publicznemu lub spowodować istotną szkodę dla interesów spółki, o ile jednak brak jej ujawnienia nie spowoduje wprowadzenia ogółu inwestorów w błąd co do oceny wartości papierów wartościowych. W sytuacji uzasadnionego podejrzenia fałszywości zawiadomienia otrzymanego przez spółkę w trybie art. 69 ustawy o ofercie publicznej ujawnienie zawartych w nim informacji – potencjalnie prowadzące do manipulacji wartością kursu akcji – niewątpliwie mogłoby zaszkodzić interesom spółki, a także interesom ogółu inwestorów na rynku giełdowym, a zatem w omawianych okolicznościach zastosowanie mechanizmu zwolnienia przewidzianego w przepisie art. 71 tejże ustawy jest w

¹⁶³ Informacje powzięte od KDPW lub od domu maklerskiego, abstrahując od tego czy spółka publiczna w ogóle by je pozyskała od tych podmiotów, byłyby jednakowoż miarodajne tylko i wyłącznie wtedy, kiedy u podstaw podejrzanego zawiadomienia stałaby transakcja zawarta na rynku regulowanym, a więc transakcja niejako automatycznie rozliczona lub na rachunkach papierów wartościowych nabywcy i zbywcy akcji. W przeciwnym razie (kiedy u podstaw podejrzanego zawiadomienia stałaby np. umowa cywilnoprawna zawarta poza rynkiem regulowanym) dane uwzględnione czy to w systemie rozliczeniowym KDPW, czy na rachunkach papierów wartościowych nabywcy lub zbywcy mogłyby, po prostu, nie być jeszcze zaktualizowane.

¹⁶⁴ Opiswane okoliczności, w jakich spółka publiczna potencjalnie miałaby naruszyć obowiązek informacyjny z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej uzasadniałyby jednak, w mojej opinii, odstępianie od wyciągania wobec spółki publicznej dotkliwych konsekwencji. W szczególności bowiem KNF, w myśl art. 96 ust. 1h ustawy o ofercie publicznej, przy wymierzaniu kary za naruszenie badanego obowiązku informacyjnego ma obowiązek brać pod uwagę m.in. wagę naruszenia, przyczyny naruszenia, a także gotowość spółki publicznej do współpracy podczas wyjaśniania okoliczności naruszenia.

pełni uzasadnione.¹⁶⁵ Zresztą, interpretując ów przepis w oparciu o wnioskowanie *a maiori ad minus* wyraźnie nasuwa się konkluzja, że skoro w interesie spółki publicznej lub ogółu inwestorów możliwe jest całkowite zwolnienie spółki publicznej z obowiązku ujawnienia informacji zawartych w zawiadomieniu, które wpłynęło do niej w trybie art. 69 ustawy o ofercie publicznej (oczywiście w drodze decyzji KNF i za odpowiednim uzasadnieniem), to, tym bardziej, działając w tym samym interesie, spółka publiczna powinna też móc, za zgodą KNF, wstrzymać się z dalszym upublicznieniem raportu o zmianie stanu posiadania – do czasu wyjaśnienia rzetelności i prawdziwości źródłowego zawiadomienia.

Rozważywszy powyższe, przyjęć należy zatem, jako regułę, iż jedyną przesłanką powstania obowiązku informacyjnego spoczywającego na spółce publicznej w świetle art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej jest otrzymanie przez nią prawidłowego zawiadomienia, o którym mowa w art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Sytuacje zaś wyjątkowe, w których zawiadomienie akcjonariusza budzi poważne i uzasadnione wątpliwości odnośnie do jego prawdziwości czy rzetelności zawartych w nim treści, należy oceniać *ad casum* (ocena ta należy do spółki publicznej). W szczególności wtedy, kiedy istnieje prawdopodobieństwo fałszywości zawiadomienia o zmianie stanu posiadania, a zarazem upublicznienie informacji zawartych w takim fałszywym zawiadomieniu obiektywnie grozi dokonaniem manipulacji kursu akcji spółki publicznej, spółka ta (a *de facto* jej zarząd lub odpowiednie służby zajmujące się relacjami inwestorskimi) powinna – zważywszy na wykładnię funkcjonalną art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej oraz uwzględniawszy odpowiednie zastosowanie regulacji art. 71 tejże ustawy – wstrzymać się z upublicznianiem potencjalnie fałszywego zawiadomienia do czasu wyjaśnienia jego zasadności. Takie zachowanie spółki publicznej, jako służące ewidentnie zabezpieczeniu jej interesu oraz interesów jej otoczenia inwestycyjnego, nie powinno narażać jej zarządu ani służb zajmujących się wykonywaniem obowiązków informacyjnych na zarzut naruszenia prawa.

1.4.3.1.2. Zakres, forma i treść obowiązku

Podmiotem badanego obowiązku informacyjnego jest spółka publiczna, w strukturze akcjonariatu której doszło do jakiegokolwiek znaczącej zmiany stanu posiadania, tj. osiągnięcia lub przekroczenia przez akcjonariusza (inwestora) kwalifikowanego progu udziału w jej ogólnej liczbie głosów, a zarazem, w stosunku do której dokonane zostało stosowne

¹⁶⁵ Szerzej na temat procedury zwolnienia spółki publicznej z obowiązku informacyjnego, o którym mowa w art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej – zob. poniżej pkt 1.4.3.1.3.

zawiadomienie o tym fakcie. Spółka taka, zgodnie z wywodami przedstawionymi w poprzednim punkcie pracy, zobligowana jest do powielenia informacji zawartych w otrzymanym od akcjonariusza zawiadomieniu i przekazania ich następnie do publicznej wiadomości, do KNF oraz do spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są jej akcje. W tym sensie zakres przedmiotowy obowiązku informacyjnego z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej pozostaje w ścisłym związku z określonym w art. 69 tej ustawy wymogiem notyfikacyjnym akcjonariusza – rzecz nawet można, że uprzednia realizacja tego wymogu przez akcjonariusza jest warunkiem *sine qua non* sformułowania i wykonania obowiązku publikacyjnego przez spółkę giełdową. Zależność pomiędzy obiema tymi powinnościami wskazuje jednakowoż na wtórny charakter obowiązku informacyjnego spoczywającego na spółce publicznej w świetle art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej. Obowiązek ten wykonywany jest bowiem przez spółkę następczo, tzn. wyłącznie po faktycznym uzyskaniu zawiadomienia od akcjonariusza (w wyniku realizacji pierwotnego obowiązku notyfikacyjnego z art. 69 ustawy o ofercie publicznej), a zarazem treść informacji przekazywanych przez spółkę w trybie omawianego obowiązku wiernie odzwierciedla zawartość zawiadomienia otrzymanego od akcjonariusza.¹⁶⁶

Forma i sposób realizacji obowiązku informacyjnego z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej polegają w istocie na zapleczu technicznym (elektronicznym), w które wyposażona jest każda spółka publiczna. Owo zaplecze techniczne umożliwia w praktyce równoczesny transfer wymaganych informacji do publicznej wiadomości, do KNF, oraz do GPW – przy czym następuje to w oparciu o Elektroniczny System Przekazywania Informacji (ESPI)¹⁶⁷. W tym kontekście trzeba wskazać, że analizowany obowiązek informacyjny należy w istocie do szerokiej kategorii tzw. stałych obowiązków informacyjnych ciążyących na spółkach publicznych – choć rzecz jasna wyróżnia się on swoistą autonomią przedmiotową.¹⁶⁸ Pomimo bowiem tej autonomii mechanizm upublicznienia informacji – przekazywanych zarówno w trybie „typowych” stałych obowiązków informacyjnych wynikających z art. 56 ustawy o ofercie publicznej, jak i analizowanego obowiązku informacyjnego z art. 70 pkt 1) tejże ustawy – jest w zasadzie tożsamy. W myśl art. 58 ust. 1 oraz 2 ustawy o ofercie publicznej informacje udostępniane w ramach realizacji wszystkich tych obowiązków publikacyjnych

¹⁶⁶ Por. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 334.

¹⁶⁷ Zob. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 27 grudnia 2016 r. w sprawie w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego (Dz. U. z 2016 r., poz. 2288.).

¹⁶⁸ Tę autonomię zasygnalizował notabene sam ustawodawca poświęcając badanemu obowiązkowi informacyjnemu osobny przepis w rozdziale dotyczącym obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych, a nie umiejscawiając go pośród wszystkich stałych obowiązków publikacyjnych skatalogowanych w art. 56 ustawy o ofercie publicznej. Por. K. Haładaj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 420.

spółka giełdowa musi przekazywać do wiadomości publicznej za pośrednictwem agencji informacyjnej, której z kolei zadaniem jest zapewnienie do nich niezwłocznego i powszechnego dostępu.¹⁶⁹ Na tym tle warto jeszcze zwrócić uwagę, że w myśl literalnego brzmienia źródłowego przepisu art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej spółka publiczna obowiązana jest do „niezwłocznego przekazywania informacji (...) do publicznej wiadomości”, co oznacza, że *de lege lata* ma ona obowiązek przedsięwziąć samodzielnie wszelkie możliwe środki w celu upublicznienia informacji o notyfikowanej jej zmianie struktury jej akcjonariatu – w razie, gdyby z jakichkolwiek przyczyn zaistniała nieoczekiwana niemożność ujawnienia takiej informacji za pośrednictwem agencji informacyjnej.¹⁷⁰

1.4.3.1.3. Zwolnienie z obowiązku

Pomimo fundamentalnego założenia przejrzystości układu sił w spółkach publicznych, polski prawodawca dopuszcza w drodze wyjątku sytuację, w której, ze względu na swoiste niebezpieczeństwa, dana spółka publiczna może zostać zwolniona z obowiązku niezwłocznego przekazania, na podstawie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej, informacji otrzymanych w trybie art. 69 tejże ustawy. W myśl art. 71 ustawy o ofercie publicznej KNF wyposażona jest bowiem w kompetencję zwolnienia spółki publicznej z powinności ujawnienia informacji w zakresie określonym w art. 69 ustawy o ofercie publicznej w razie, gdyby owo ujawnienie mogło spowodować szkodę dla interesu publicznego lub istotną szkodę dla interesów tej spółki. W odniesieniu do drugiego spośród tych zagrożeń ustawodawca sprecyzował dodatkowo, że zwolnienie spółki z obowiązku publikacyjnego może nastąpić wyłącznie wtedy, gdy brak ujawnienia odpowiedniej informacji nie spowoduje jednocześnie wprowadzenia w błąd ogółu inwestorów co do wyceny wartości jej papierów wartościowych.¹⁷¹

¹⁶⁹ Zgodnie z delegacją ustawową zawartą w ust. 3 art. 58 ustawy o ofercie publicznej szczegółowe kryteria jakie winny spełniać podmioty ubiegające się o status agencji informacyjnej w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej określa Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie kryteriów, jakie muszą spełniać podmioty ubiegające się o status agencji informacyjnej (Dz. U. z 2009 r. Nr 31, poz. 210). W praktyce listę agencji informacyjnych w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej publikuje KNF na swojej stronie internetowej pod adresem: http://www.knf.gov.pl/dla_rynku/espi (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.). Obecnie do agencji informacyjnych w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej zaliczają się m.in. Bloomberg L.P., Grupa INTERIA.PL Sp. z o.o. sp. k., a także Polska Agencja Prasowa S.A. (PAP). Szerzej na ten temat zob. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 332 i nast.

¹⁷⁰ Zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 334. Por. także brzmienie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej sprzed nowelizacji dokonanej w 2009 r.

¹⁷¹ Zob. art. 71 pkt 2) *in fine* ustawy o ofercie publicznej.

W tym miejscu należy zasygnalizować, że regulacja art. 71 ustawy o ofercie publicznej ma charakter szczególny. Mianowicie, tak jak obowiązek informacyjny z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej cechuje swoista autonomia w stosunku do pozostałych tzw. stałych obowiązków informacyjnych określonych w rozdziale 3 tejże ustawy, podobnie mechanizm zwolnienia spółki publicznej z konieczności realizacji badanego obowiązku ma charakter autonomiczny w relacji do konstrukcji opóźnienia publikacji informacji cenotwórczych, zgodnie z art. 17 ust. 4 rozporządzenia ws. nadużyć na rynku.¹⁷² Innymi słowy, przedmiotowe zwolnienie spółki publicznej z obowiązku ujawnienia informacji o zmianie stanu posiadania na podstawie art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej stanowi wyjątek wyłącznie w sferze powinności mających na celu zapewnienie przejrzystości obrotu znacznymi pakietami akcji na rynku giełdowymi (na gruncie rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej) i, jako taki, nie może on być interpretowany rozszerzająco, a tym samym stosowany względem jakichkolwiek innych wymogów informacyjnych ciążyących na spółkach publicznych. Jednocześnie jednak zwolnienie przewidziane w art. 71 ustawy o ofercie publicznej ma postać zupełną, co oznacza, że w odniesieniu do obowiązku informacyjnego przewidzianego w art. 70 pkt 1) tejże ustawy nie mają zastosowania wyłączenia przewidziane w odniesieniu do stałych obowiązków informacyjnych, a w szczególności instytucja opóźnienia publikacji informacji poufnych, o której mowa w art. 17 ust. 4 rozporządzenia ws. nadużyć na rynku.¹⁷³

Zwolnienie spółki publicznej z konieczności realizacji obowiązku informacyjnego, o którym mowa w art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej następuje na wniosek tejże spółki skierowany do KNF. W szczególności wniosek taki jest konieczny, kiedy przyczyną zwolnienia spółki z obowiązku informacyjnego jest prawdopodobieństwo wystąpienia istotnej szkody dla jej własnych interesów (art. 71 pkt 2] ustawy o ofercie publicznej). Nie sposób bowiem wyobrazić sobie, aby KNF posiadała wyczerpującą wiedzę na temat interesów każdej spółki publicznej i w trosce o te interesy z urzędu zwalniała daną spółkę z omawianej powinności informacyjnej. Natomiast, w wyjątkowych zupełnie okolicznościach, można wyobrazić sobie, że KNF z urzędu zwalnia spółkę publiczną z wymogu niezwłocznego przekazania informacji o dokonanych znaczących zmianach w strukturze jej akcjonariatu ze względu na potencjalny uszczerbek dla interesu publicznego, np. w przypadku znanej jej

¹⁷² Szerzej nt. mechanizmu opóźnienia publikacji informacji (poufnych) z uchylonego już art. 57 ustawy o ofercie publicznej zob. np. R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 149 i nast.

¹⁷³ Por. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 421; D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 285.

istotnej zmiany zaangażowania Skarbu Państwa w spółce publicznej o strategicznym znaczeniu gospodarczym dla ogółu społeczeństwa.¹⁷⁴

Składając swój wniosek spółka publiczna winna nie tylko powołać w nim przesłankę, w oparciu o niebezpieczeństwo wystąpienia której ubiega się o zwolnienie z obowiązku informacyjnego z art. 70 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej, lecz tę przesłankę oraz prawdopodobieństwo jej zaistnienia stosownie uzasadnić (wykazać związek przyczynowy pomiędzy ujawnieniem zgubnej jej zdaniem informacji a możliwością wystąpienia negatywnych tego następstw dla interesu, na który się powołuje). Jednocześnie, wnioskując do KNF o zwolnienie z obowiązku przekazania budzącej obawy informacji o zmianie stanu posiadania jej walorów, spółka publiczna musi ujawnić KNF tę właśnie informację, tzn. przekazać wraz z wnioskiem całokształt treści zawartych w otrzymanym od akcjonariusza zawiadomieniu w sprawie osiągnięcia lub przekroczenia przez niego ustawowego progu udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce, zgodnie z art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Na tej dopiero podstawie KNF ma możliwość dokonania weryfikacji i oceny zaistniałej sytuacji przez pryzmat regulacji art. 71 ustawy o ofercie publicznej, tj. przeprowadzenia postępowania i wydania optymalnej decyzji (administracyjnej) w przedmiocie zwolnienia spółki publicznej z obowiązku przekazania informacji, bądź odmowy takiego zwolnienia. Warto zresztą wskazać, że KNF wyposażona jest w tym zakresie w swobodę decyzyjną i działa w trybie tzw. uznania administracyjnego – na co wskazuje ewidentnie literalne brzmienie przepisu art. 71 ustawy o ofercie publicznej („Komisja może zwolnić spółkę (...)").¹⁷⁵ Do czasu rozstrzygnięcia wniosku spółki publicznej przez KNF wykonanie przedmiotowego obowiązku pozostaje zawieszona, co *de facto* oznacza, że do momentu uprawomocnienia się decyzji KNF, niezależnie od jej kierunku, spółka publiczna ma prawo wstrzymać się z przekazaniem informacji do publicznej wiadomości oraz do spółki, na rynku której notowane są jej akcje.¹⁷⁶

W kontekście omawianego mechanizmu zwolnienia spółki publicznej z obowiązku przekazania informacji w zakresie określonym w art. 69 ustawy o ofercie publicznej, na koniec należy jeszcze odnotować, że ów mechanizm ma swoje źródło w nieobowiązującej już regulacji europejskiej. Mianowicie, wzorcem normatywnym dla tego mechanizmu był przepis art. 95 dyrektywy 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz

¹⁷⁴ Por. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 338.

¹⁷⁵ Por. *Ibidem*.

¹⁷⁶ Jak słusznie zauważa M. Mataczyński „przeciwna interpretacja niweczyłaby sens całego przepisu” – zob. *Ibidem*. Por. także A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 418.

informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji¹⁷⁷, który został uchylony na mocy dyrektywy o przejrzystości w 2007 roku. *De lege lata* mechanizm zwolnienia spółki publicznej z powinności ujawniania informacji o zmianie stanu posiadania znacznych pakietów akcji nie znajduje zatem swego uzasadnienia w prawie unijnym, a co za tym idzie, ustawodawca winien rozważyć jego celowość.¹⁷⁸

1.4.3.2. Obowiązki emitenta związane z WZA (art. 70 pkt 2) i 3) ustawy o ofercie publicznej)

1.4.3.2.1. Podstawa prawna obowiązków

Poza obowiązkiem ujawniania informacji w zakresie ujętym w art. 69 ustawy o ofercie publicznej, w myśl przepisów art. 70 tejże ustawy, na spółce publicznej ciążyą jeszcze dwie inne kategorie bezwzględnych powinności informacyjnych związanych *sensu largo* ze znacznymi pakietami akcji oraz faktyczną aktywnością akcjonariuszy posiadających takie pakiety. Ściśle rzecz biorąc powinności te dotyczą uczestnictwa i frekwencji akcjonariuszy na WZA spółki publicznej.¹⁷⁹

Po pierwsze, na podstawie art. 70 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej, spółka publiczna obowiązana jest do przekazywania KNF, nie później niż do dnia poprzedzającego ustalony dzień WZA, wykazu akcjonariuszy uprawnionych do udziału w tym zgromadzeniu, z określeniem liczby akcji i głosów z akcji przysługujących każdemu z nich. Po drugie zaś, stosownie do art. 70 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej, spółka publiczna ma obowiązek równoczesnego przekazywania do publicznej wiadomości, do KNF oraz do spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są jej akcje (GPW), w terminie 7 dni od dnia odbycia WZA, wykazu akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów na tym zgromadzeniu, z określeniem liczby głosów przysługujących każdemu z nich z posiadanych akcji i wskazaniem ich procentowego udziału w liczbie głosów na tym WZA oraz w ogólnej liczbie głosów.

Oba wymienione wyżej obowiązki informacyjne związane są rzecz jasna z posiadaniem znacznych ilości akcji spółek publicznych i układem sił panującym w tego rodzaju spółkach. Bezpośrednią przesłanką determinującą powstanie tych obowiązków jest

¹⁷⁷ Dz. Urz. UE 2001 L 184/1

¹⁷⁸ Tak też M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 337.

¹⁷⁹ Por. K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 418 i nast.

jednakże WZA w spółce publicznej – jego organizacja powoduje bowiem powstanie pierwszego z nich, zaś faktyczne jego odbycie stanowi podstawę uruchomienia drugiego.

1.4.3.2.2. Zakres, forma i treść obowiązków

Zakres pierwszego z analizowanych w tym punkcie pracy obowiązków informacyjnych spółki publicznej, tj. obowiązku przekazywania do KNF wykazu akcjonariuszy uprawnionych do udziału w nadchodzącym WZA, zgodnie z art. 70 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej, jest ściśle związany z zasadami organizacji i uczestnictwa akcjonariuszy w WZA spółek giełdowych. Przedmiotowy wykaz winien w istocie odpowiadać liście akcjonariuszy sporządzanej przez zarząd spółki publicznej i wyłożonej w jej siedzibie na 3 dni powszednie przed odbyciem WZA, zgodnie z art. 407 § 1 k.s.h.¹⁸⁰ Treść owego wykazu musi zatem należycie identyfikować osoby uprawnione do udziału w nadchodzącym WZA, a zarazem wskazywać liczbę ich akcji i przysługujących im z tychże akcji głosów. Wykaz przekazywany przez spółkę publiczną do KNF winien obejmować zarówno akcjonariuszy uprawnionych ze zdematerializowanych akcji na okaziciela, jak i akcjonariuszy uprawnionych z akcji imiennych oraz świadectw tymczasowych, a także zastawników lub użytkowników, o ile przysługuje im prawo głosu (jeżeli są wpisani do księgi akcyjnej w dniu rejestracji uczestnictwa w WZA – ang. *record date*), w myśl art. 406² k.s.h.

Problematyce związanej z organizacją walnych zgromadzeń akcjonariuszy spółek publicznych poświęcone będą nieco bardziej szczegółowo dalsze fragmenty rozprawy¹⁸¹, tymczasem wypada jedynie zasygnalizować, że obowiązująca regulacja k.s.h. w zakresie uczestnictwa akcjonariuszy w WZA spółki publicznej jest rezultatem implementacji do polskiego porządku prawnego rozwiązań przewidzianych w dyrektywie 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym¹⁸², a jej zasadniczym celem jest uniezależnienie możliwości udziału i głosowania akcjonariusza na WZA spółki giełdowej od uciążliwego zjawiska tzw. blokowania akcji przez pewien okres przed terminem tego zgromadzenia – poprzez przyznanie prawa do uczestnictwa w WZA oraz do głosowania na

¹⁸⁰ Por. *Ibidem*, s. 420; a także D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 284.

¹⁸¹ Zob. pkt. 5.2. pracy

¹⁸² Dz. Urz. UE 2007 L 184/17 ze zm. – dalej jako „dyrektywa 2007/36/WE”.

nim osobom będącym akcjonariuszami spółki publicznej na szesnaście dni przed wyznaczoną datą WZA (dzień rejestracji uczestnictwa w WZA)¹⁸³.

Po odbyciu się WZA w spółce publicznej, spółka ta zobowiązana jest do upublicznienia, a zarazem do przekazania KNF i spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są jej akcje, wykazu akcjonariuszy, którzy posiadali co najmniej 5% liczby głosów na tym WZA, zgodnie z przywołanym już wyżej przepisem art. 70 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej. Wykazem tym objęci powinni być akcjonariusze, którzy byli faktycznie obecni na zakończonym WZA (a nie tylko uprawnieni do udziału w tym zgromadzeniu), jeżeli jednocześnie ich stan zaangażowania w kapitale zakładowym spółki pozwolił im na osiągnięcie 5% liczby głosów na tym właśnie WZA („posiadających co najmniej 5% liczby głosów na tym zgromadzeniu”). Nie ulega wątpliwości, że ten procentowy próg odnosi się do udziału w liczbie głosów rzeczywiście obecnych (reprezentowanych) na odbytym WZA spółki publicznej, co – w razie przeciętnej frekwencji podczas danego zgromadzenia – może oznaczać, że udział obecnych akcjonariuszy niedysponujących na co dzień znacznym pakietem akcji spółki publicznej okaże się być w praktyce istotny, a co za tym idzie zostaną oni ujawnieni w przedmiotowym wykazie.¹⁸⁴ Wykonując powinność informacyjną przewidzianą w art. 70 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej, spółka powinna opublikować zarówno dane akcjonariuszy posiadających co najmniej owe 5% liczby głosów na zakończonym WZA, tj. wskazać ich z imienia i nazwiska lub z firmy, jak i podać przysługującą im liczbę głosów z akcji, określając zarazem ich procentowy udział w całkowitej liczbie głosów (obecnych) na odbytym WZA oraz w ogólnej liczbie głosów w spółce. Omawiany obowiązek informacyjny polega więc *de facto* w dużej mierze na liście obecności na WZA spółki publicznej, sporządzonej w trybie art. 410 § 1 k.s.h.¹⁸⁵

Zarówno wykaz akcjonariuszy uprawnionych do udziału w zbliżającym się WZA spółki publicznej, jak i wykaz akcjonariuszy, którzy byli na danym WZA obecni, osiągając na nim stosunkowo niebagatelną pozycję (tj. co najmniej 5% reprezentowanych na nim głosów), stanowią niewątpliwie ważne informacje obrazujące faktyczny układ sił w spółce giełdowej i, jak słusznie zauważa K. Haładyj, pozwalające ocenić panujące w spółce stosunki oraz określić ilość akcji niezbędną do odgrywania w niej znaczącej roli.¹⁸⁶ Ponieważ informacje o tak doniosłym charakterze mają z natury swojej istotne znaczenie dla potencjalnych decyzji inwestycyjnych na rynku papierów wartościowych, konieczne jest zapewnienie do nich

¹⁸³ Zob. art. 406¹ § 1 k.s.h.

¹⁸⁴ Por. *Ibidem*, s. 336. Zob. także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 72.

¹⁸⁵ Zob. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 420.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

sprawnego dostępu – tak dla organu nadzoru, jak i dla całego rynku. Z tego względu wykazy, o których mowa w art. 70 pkt 2) oraz art. 70 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej – tak samo, jak wszelkie inne cenotwórcze informacje – dystrybuowane są przez spółki publiczne w oparciu o infrastrukturę ESPI i powinny trafiać do ich odbiorców w określonych ustawowo terminach, tj. wykaz akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA – do dnia poprzedzającego wyznaczony dzień WZA, a wykaz akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów na zakończonym WZA – w terminie 7 dni od dnia odbycia tego zgromadzenia.

1.5. Obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji

1.5.1. Uwagi ogólne. Pojęcie wezwania

Na przestrzeni ostatniego dwudziestopięcioletnia rynek giełdowy stał się istotnym elementem polskiej rzeczywistości gospodarczej. Wzrost jego znaczenia był możliwy dzięki różnym przemianom ekonomicznym, społecznym i prawnym. Dziś nie ma wątpliwości, że w obrębie tych ostatnich szczególnie wkład w rozwój naszego rynku giełdowego wniosły regulacje mające na celu gwarantować bezpieczeństwo i przejrzystość obrotu na tym rynku, a zarazem wzmacniać jego ogólną stabilność i efektywność ekonomiczną. Jak zostało powiedziane na początku tego rozdziału rozprawy instytucja tzw. wezwań na akcje unormowanych w art. 73 i następnych ustawy o ofercie publicznej, wraz z takimi rozwiązaniami jak specjalny reżim obowiązków informacyjnych czy zasada dematerializacji akcji spółek publicznych i zorganizowanego obrotu nimi, stanowi od początku jedną z najważniejszych regulacji obrotu papierami wartościowymi na rynku giełdowym. Nie ujmując na znaczeniu omówionym wyżej obowiązkowi notyfikacyjnemu i informacyjnemu dotyczącym znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych, wypada nawet stwierdzić, że to właśnie wezwania na akcje są najdonioślejszymi funkcjonalnie, a zarazem najbardziej złożonymi konstrukcyjnie mechanizmami prawnymi na tle rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej. Jakkolwiek bowiem rola informacji (dostępu do nich) na rynku giełdowym jest niebagatelna w kontekście racjonalizacji procesu decyzyjnego inwestorów, to jednak dopiero stworzenie uczciwych warunków (ekonomicznych) umożliwiających inwestorom praktyczne wykorzystanie tych informacji, czyli ostateczną realizację ich zamiarów odnośnie zakupu lub sprzedaży walorów danej spółki publicznej, stanowi najpoważniejsze zadanie przypisane regulacjom obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych – pozwalające uczestnikom

tego obrotu osiągnąć i urzeczywistnić w końcowym rozrachunku ich własne cele gospodarcze. Realizujący z założenia owo zadanie mechanizm wezwania na akcje, z jednej strony, wykorzystywany jest przecież przez inwestorów strategicznych w celu zakupu znacznych ilości akcji, a przeto osiągnięcia (lub umocnienia) istotnej pozycji w spółce bądź przejęcia nad nią faktycznej kontroli, a z drugiej strony, służy ochronie interesów akcjonariuszy mniejszościowych – drobnych graczy giełdowych – poprzez umożliwienie im sprzedaży posiadanych przez nich akcji, a tym samym ograniczenie zaangażowania w spółce lub nawet wyjście ze spółki na równych zasadach, w razie pojawienia się innego podmiotu osiagającego w niej rzeczywiście strategiczną pozycję.

Na gruncie aktualnie obowiązującego w naszym kraju prawa występują w istocie dwa rodzaje wezwań na akcje¹⁸⁷. Obydwa charakteryzuje podobna specyfika i funkcjonalność, ale różnią się one od siebie treścią i zasięgiem normatywnym. Ich systematyka, jak również rozległe tło ekonomiczne będą przedmiotem dalszej analizy.¹⁸⁸ Niemniej, już w tym miejscu należy zwrócić uwagę, że wezwania na akcje uregulowane w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej łączy swoista tożsamość konstrukcyjna i wspólny charakter prawny¹⁸⁹. Te cechy wspólne determinują więc potrzebę wyjaśnienia czym w istocie jest samo wezwanie na akcje – zdefiniowania jego pojęcia w możliwie najbardziej precyzyjny jurydycznie sposób.

Podjmując się zatem próby sformułowania maksymalnie uniwersalnej definicji wezwania na akcje, można je scharakteryzować jako szczegółowo uregulowaną i ujawnianą do wiadomości publicznej procedurę normatywną, polegającą na złożeniu przez wzywającego lub grupę wzywających propozycji nabycia określonej ilości lub wszystkich akcji spółki publicznej skierowanej na równych zasadach do wszystkich pozostałych akcjonariuszy tej spółki – w zależności od okoliczności ekonomicznych – w związku z zamiarem lub w rezultacie bezpośredniego lub pośredniego nabycia przez wzywającego lub grupę wzywających znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a, w szczególności, takiego znacznego pakietu akcji, który umożliwia sprawowanie kontroli nad tą spółką¹⁹⁰. W takim

¹⁸⁷ Jakkolwiek do marca 2017 r. w naszym porządku prawnym obowiązywały trzy rodzaje wezwania na akcje, biorąc pod uwagę tzw. „małe” wezwanie z uchylonego art. 72 ustawy o ofercie publicznej.

¹⁸⁸ Dokładnie na temat poszczególnych rodzajów wezwań w obowiązującym stanie prawnym zob. pkt 1.5.2. oraz 1.5.3. rozprawy. Poza zakresem rozważań prowadzonych w ramach pracy pozostawione jest natomiast wezwanie uregulowane w art. 91 ust. 6 ustawy o ofercie ponieważ co do swej istoty nie jest ono ściśle związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych, ale dotyczy procedury zniesienia dematerializacji akcji spółki publicznej w celu ich wycofania z obrotu na rynku giełdowym.

¹⁸⁹ Szczegółowej charakterystyce jurydycznej wezwania na akcje poświęcony będzie pkt 1.5.5. poniżej.

¹⁹⁰ Pojęcie znacznego pakietu akcji spółki publicznej, jako pakietu dającego co najmniej 5% ogólnej liczby głosów na WZA spółki publicznej, zostało już wyżej szczegółowo wyjaśnione – zob. pkt 1.2. rozprawy. Należy natomiast zwrócić uwagę na pojęcie pakietu kontrolnego akcji. Nie znalazło ono swego klarownego określenia normatywnego – ustawodawca unijny pozostawił jego ustalenie prawodawcom państw członkowskich (art. 5 ust.

znaczeniu wezwanie stanowi podstawowy instrument kształtujący ramy prawne w procesach nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych, w tym, przede wszystkim, procesach przejęć kontroli nad takimi spółkami. W rezultacie, stanowi także istotny mechanizm dyscyplinujący od strony normatywnej zachowania inwestorów, którzy inicjują te procesy i występują w roli wzywających.

1.5.2. Systematyka wezwań

Pośród przepisów rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej *de lege lata* wyróżniają się dwa rodzaje wezwania na akcje. Obydwa są związane funkcjonalnie z procesem osiągnięcia kontroli nad spółką publiczną – stanowią tzw. wezwania majoryzacyjne. Mianem tych wezwań określić bowiem można zarówno wezwanie ukształtowane w przepisach art. 73 ustawy o ofercie publicznej, jak i wezwanie, o którym mowa w przepisach art. 74 tejże ustawy. Jakkolwiek wezwania te różnią się od siebie m.in. przesłankami powstania i zasięgiem zastosowania, to jednak obydwa stanowią mechanizmy bezpośrednio związane z majoryzowaniem spółki, tj. uzyskiwaniem kwalifikowanego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej i, co za tym idzie, dążeniem do przejęcia kontroli nad daną spółką. Szczegółowym rozważaniom na temat każdego z tych wezwań poświęcone będą odpowiednio następujące punkty tego rozdziału.

Tymczasem warto zasygnalizować, że do niedawna systematyka wezwań na akcje obejmowała także tzw. „małe” wezwanie na akcje, związane, w największym ogóle, z nabywaniem znacznych ilości akcji spółki publicznej w krótkim odstępie czasu¹⁹¹. Wezwanie

3 dyrektywy ws. ofert przejęcia). Prawodawca polski, nie podejmując się precyzyjnego sformułowania czym jest ów pakiet kontrolny, nawiązał do niego, odwołując się, podobnie jak w przypadku znacznego pakietu akcji, do progów procentowych w ogólnej liczbie głosów na WZA akcjonariuszy spółki publicznej. W art. 73 ust. 1 oraz art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej prawodawca polski przyjął dwa, w istocie umowne, progi – 33% oraz 66% – stwierdzając, że przekroczenie któregośkolwiek z nich determinuje obowiązek ogłoszenia wezwania tzw. majoryzacyjnego, przy czym dopiero przekroczenie tego drugiego, wyższego progu 66% wymaga przeprowadzenia wezwania skierowanego na wszystkie pozostałe akcje spółki. Należy zatem uznać, że *de iure* dopiero przekroczenie progu 66% liczby głosów wyznacza poziom kontroli nad spółką publiczną, a tym samym oznacza pakiet kontrolny akcji. Z drugiej strony jednak jest to dalece kontrfaktyczna sytuacja, albowiem ze względu m.in. na zwyczajową frekwencję na WZA polskich spółek giełdowych osiągnięcie pierwszego, niższego progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej umożliwia w rzeczywistości sprawowanie faktycznej kontroli nad spółką. *De facto* pakiet kontrolny akcji najczęściej wyznaczał będzie więc próg 33% liczby głosów – choć zastrzec trzeba, że osiągnięcie faktycznej kontroli nad spółką publiczną należałoby najlepiej weryfikować *ad casum*, w zależności od stopnia rozproszenia akcjonariatu i stosunków korporacyjnych panujących w danej spółce. Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 419-421. Szerzej na ten temat – zob. pkt 1.5.4.1. pracy.

¹⁹¹ Nabycie akcji spółki publicznej powodujące zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż 10% w czasie krótszym niż 60 dni przez podmiot, którego udział w tej spółce wynosił mniej niż 33% tej liczby głosów mogło nastąpić wyłącznie w rezultacie uprzedniego ogłoszenia wezwania na tę ilość akcji. Z kolei względem akcjonariusza, którego dotychczasowy udział w spółce wynosił więcej niż 33% ogólnej liczby głosów

to uregulowane było w uchylonym na mocy nowelizacji z marca 2017 r. art. 72 ustawy o ofercie publicznej.¹⁹² Jego zasadniczym założeniem było zapobieganie nagłym i nienaturalnym wahaniom kursu akcji (tzw. efekt popytowy).¹⁹³ Jako takie, tzw. „małe” wezwanie z uchylonego art. 72 ustawy o ofercie publicznej nie stanowiło mechanizmu, w oparciu o który mogło dojść do osiągnięcia kontroli nad spółką publiczną. Tym samym było ono irrelevantne z punktu widzenia implementacji źródłowych standardów dyrektywy ws. ofert przejęcia.¹⁹⁴ Stanowiło natomiast inicjatywę naszego prawodawcy, której geneza sięgała ponad dwadzieścia lat wstecz¹⁹⁵. Pomimo jednak tak doniosłego rodowodu, dalsze obowiązywanie regulacji „małego” wezwania na akcje uznano słusznie za bezcelowe. Obecny poziom rozwoju naszego rynku giełdowego, a zarazem dynamika dokonywanego obrotu, współczesne możliwości inwestorów w zakresie zawierania tzw. transakcji pakietowych, jak i realizowania transakcji poza forum rynku giełdowego – spowodowały, że *ratio legis* przedmiotowego rodzaju wezwania na akcje przestało być aktualne.¹⁹⁶ Z praktycznego punktu widzenia, obowiązek ogłoszenia wezwania z uchylonego art. 72 ustawy o ofercie publicznej niepotrzebnie ingerował w swobodę inwestorów co do kształtowania treści czy wyboru kontrahentów transakcji dokonywanych na rynku giełdowym, w konsekwencji czego zniechęcał ich do aktywnych zakupów, które przecież obiektywnie mogą stymulować wzrost

już nabycie akcji spółki publicznej powodujące zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż 5% tej liczby w czasie krótszym niż 12 miesięcy mogło nastąpić wyłącznie w trybie uprzedniego ogłoszenia wezwania na tę ilość akcji.

¹⁹² Wyczerpująco nt. zlikwidowanego obowiązku ogłoszenia „małego” wezwania na akcje z uchylonego art. 72 ustawy o ofercie publicznej oraz o nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z marca 2017 r. zob. R.F. Szymański, *Liberalizacja obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych w świetle nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z 26.01.2017*, PPH 2017, Nr 4, s. 15 i nast.

¹⁹³ Tzw. efekt popytowy uznaje się powszechnie za zjawisko negatywne, gdyż cechujący je nagły wzrost wartości akcji spółki nie wynika z korzystnych okoliczności gospodarczych w spółce (jakkolwiek w poszczególnych przypadkach nie można takowych okoliczności wykluczyć), natomiast jest sztucznym tworem nagłego wzrostu wolumenu obrotu jej akcjami, a tym samym narusza prawidłowe funkcjonowanie rynkowego mechanizmu ich wyceny. Szerzej nt. zjawiska tzw. efektu popytowego – zob. w szczególności A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *op. cit.*, s. 25; S. Rudnicki, M. Śliwa (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 287; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 406. W doktrynie sygnalizowano także inne, uzupełniające funkcje stojące u podstaw regulacji normatywnej wezwania ze zniesionego art. 72 ustawy o ofercie publicznej. Należały do nich, w szczególności, sprzyjanie zasadzie równego traktowania akcjonariuszy (mniejszościowych) oraz zapewnianie transparentności obrotu znacznymi ilościami akcji w spółce publicznej – choć na pierwszy rzut oka uzasadnienie potrzeby istnienia wezwania z uchylonego art. 72 ustawy o ofercie publicznej tą ostatnią funkcją zdaje się co najmniej wątpliwe, skoro konkretnie w celu jej realizacji ustanowiono przecież obowiązki notyfikacyjne i informacyjne, uregulowane w art. 69 i art. 70 ustawy o ofercie publicznej. Por. np. S. Rudnicki, M. Śliwa (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 288-289.

¹⁹⁴ Por. K. Oplustil, *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, Prz. Leg. 2005, Nr 3, s. 52.

¹⁹⁵ Wezwanie zapobiegające tzw. efektowi popytowemu pojawiło się po raz pierwszy w polskim porządku prawnym 13 lutego 1994 r., kiedy weszła w życie nowelizacja p.p.o.p.w.f.p. uchwalona 29 grudnia 1993 r.

¹⁹⁶ Zob. szerzej R.F. Szymański, *op. cit.*, s. 16-17.

kursu akcji danej spółki, a tym samym stanowić realną korzyść dla jej pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych. Można nawet pokusić się o stwierdzenie, że ostateczny „koszt” istnienia analizowanego wezwania w porządku prawnym – jakim była obiektywna redukcja wysokości możliwego do wypracowania zysku akcjonariuszy (także mniejszościowych) z inwestycji – przewyższał *de facto* umowną korzyść jaką ta regulacja z założenia powinna była przynosić, czyli zapewnienie stabilności ceny akcji danej spółki publicznej. W tym sensie tzw. „małe” wezwanie na akcje uregulowane w uchylonym art. 72 ustawy o ofercie publicznej rzeczywiście bezzasadnie reglamentowało w ostatnich latach obrót znacznymi pakietami akcji na rynku giełdowym, a co za tym idzie ustawodawca postąpił prawidłowo eliminując je w końcu z reżimu obowiązków polegających na ogłaszaniu wezwań na akcje.¹⁹⁷

Formułując obecną systematykę instytucji wezwań na akcje należy zwrócić uwagę na następującą kwestię. Mianowicie, obydwa rodzaje tzw. wezwań majoryzacyjnych mają charakter obligatoryjny, tj. ich przeprowadzenie jest *de iure* obowiązkowe w przypadku zaistnienia określonych ustawowo przesłanek (osiągnięcia lub przekroczenia kwalifikowanych progów udziału w ogólnej liczbie głosów), jednakże, w zależności od momentu ziszczenia się tych przesłanek oraz towarzyszących temu okoliczności faktycznych, dane wezwanie na akcje może być realizowane jako tzw. wezwanie uprzednie (in. pierwotne), bądź jako tzw. wezwanie następcze (in. wtórne). Rozróżnienie owo polega w istocie na tym, czy inwestor planujący nabyć znaczną ilość akcji spółki publicznej zamierza dopiero tego dokonać¹⁹⁸, tzn. dąży do uzyskania określonego ustawowo progu zaangażowania w spółce publicznej i w tym celu musi ogłosić wezwanie na akcje, czy ów inwestor, a *de facto* akcjonariusz, nabył już istotny pakiet akcji w rezultacie okoliczności od niego, co do zasady, niezależnych, osiągając jednocześnie próg udziału w ogólnej liczbie głosów związany z wymogiem realizacji wezwania. Pierwsza z tych sytuacji wskazuje na podstawowy w obecnym porządku prawnym model wezwania na akcje, czyli tzw. wezwanie uprzednie –

¹⁹⁷ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 17. Warto także wspomnieć, że ustawodawca proponował uchylenie art. 72 ustawy o ofercie publicznej już wcześniej, tj. w ramach obszernej reformy instytucji wezwań na akcje, która miała dokonać się w drodze uchwalenia nowelizacji ustawy o ofercie publicznej w oparciu o projekt nr UD144 procedowany w latach 2011-2015 – zob. projekt nr UD144 z dnia 9 września 2014 r. ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej wraz z uzasadnieniem, dostępny na stronie internetowej RCL pod adresem <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343/katalog/228388#228388> (dalej w skrócie jako „Projekt nr UD144”). Ze względu jednak na zakończenie prac Sejmu VII kadencji reforma ta nie została sfinalizowana. Zniesienie powinności ogłoszenia tzw. „małego” wezwania było już wtedy argumentowane w ten sposób, że mechanizm ten stał się nieadekwatny do warunków panujących współcześnie na naszym rynku giełdowym, a tym samym niepotrzebnie ograniczał prowadzony na tym rynku obrót. Zob. Uzasadnienie Projektu nr UD144, s. 8.

¹⁹⁸ Nie chodzi rzecz jasna o zamiar w sensie psychologiczny, lecz o działania faktyczne urzeczywistniające ów zamiar i mające zarazem doniosłość prawną. Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 25-26.

ogłaszane przed docelowym zwiększeniem stanu posiadania i stanowiące *de lege lata* jedyny dopuszczalny prawnie tryb zamierzonego przez akcjonariusza majoryzowania spółki publicznej. Model wezwania uprzedniego, jako standardową postać instytucji wezwań na akcje, przyjęto wobec obydwu rodzajów wezwań majoryzacyjnych (z założenia przeprowadzanie tychże wezwań w celu uzyskania dominacji nad spółką winno następować w trybie uprzednim). Z kolei druga z opisanych wyżej sytuacji wskazuje na przypadek wyjątkowy z punktu widzenia założeń badanych regulacji (choć w praktyce obrotu wykorzystywany najczęściej, o czym będzie mowa w dalszych fragmentach pracy), czyli model tzw. wezwania następczego – przeprowadzanego w rezultacie dokonanego już przekroczenia określonych ustawowo progów udziału w ogólnej liczbie głosów. Formuła wezwania następczego, jako swoistego odstępstwa od reguły, przewidziana została również w odniesieniu do obydwu rodzajów wezwań majoryzacyjnych, ale wyłącznie w szczególnych przypadkach ujętych w art. 73 ust. 2 i 3 oraz art. 74 ust. 2 i 5 ustawy o ofercie publicznej.¹⁹⁹

W kontekście systematyki wezwań na akcje należy jeszcze na koniec uzupełnić, że na forum obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych możliwe jest – chociaż nieuregulowane do tej pory ustawowo – przeprowadzenie tzw. wezwania dobrowolnego. Polski reżim publicznego obrotu papierami wartościowymi nie określa – przynajmniej jak dotąd – modelu wezwania dobrowolnego, choć jego unormowanie w naszym porządku prawnym jest dopuszczalne z punktu widzenia prawa europejskiego. Źródłowa dyrektywa ws. ofert przejęcia przewiduje bowiem możliwość uzyskania kontroli nad spółką publiczną w drodze złożenia tzw. dobrowolnej oferty (ang. *voluntary bid*), której sformułowanie wyłącza *notabene* konieczność ogłoszenia obligatoryjnego wezwania majoryzacyjnego. Charakterystyce mechanizmu wezwania dobrowolnego będzie wzmiankowo poświęcony osobny punkt niniejszego rozdziału pracy, przy czym już w tym miejscu zastrzec trzeba, że *de lege lata* owo wezwanie pozostaje niejako „z boku” systematyki wezwań na akcje, albowiem jego przeprowadzenie jest na dzień dzisiejszy prawdopodobne tylko w takim zakresie, w jakim pozostaje poza sferą regulacji obowiązujących w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej.²⁰⁰

¹⁹⁹ Warto zwrócić uwagę, że ustawodawca rozważał już obszerną reformę instytucji wezwań na akcje, polegającą m.in. na wprowadzeniu modelu wezwań następczych w miejsce podstawowych dziś wezwań uprzednich. Zob. Projekt nr UD144. Ze względu na zakończenie prac Sejmu VII kadencji reforma wezwań na akcje planowana w drodze tej nowelizacji nie doszła jednak do skutku.

²⁰⁰ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 60-62. Należy dodać, że unormowanie konstrukcji wezwania dobrowolnego na gruncie ustawy o ofercie publicznej nasz prawodawca zaproponował w Projekcie nr UD144, nad którym prace legislacyjne trwały przez okres około 4 lat (od 2011 r. do 2015 r.), choć nie zostały

1.5.3. Wezwania tzw. majoryzacyjne

1.5.3.1. Założenia ekonomiczne

Jak już zostało wyżej zasygnalizowane, instytucja wezwań na akcje jawi się jako jeden spośród najbardziej doniosłych instrumentów prawa rynku kapitałowego, które mają za cel zapewnienie przejrzystości i stabilności obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a zarazem stworzenie takich warunków (gospodarczych) w sferze tego obrotu, dzięki którym interesy akcjonariuszy (mniejszościowych) spółek giełdowych będą maksymalnie zabezpieczone. Osiągnięcie tak złożonego celu za pomocą instytucji prawnej wezwań na akcje stanowi niezwykle skomplikowane przedsięwzięcie, którego ostateczny sukces zależy od wielu obiektywnych czynników, przede wszystkim, ekonomicznych. W tym kontekście regulacje prawne poświęcone wezwaniom tzw. majoryzacyjnym z art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej, których zasięg oddziaływania w obrocie znacznymi pakietami akcji spółek publicznych jest *de facto* największy, polegają na niezwykle istotnych założeniach ekonomicznych, które stoją bezpośrednio u ich podstaw. Aby zatem w pełni wyjaśnić problematykę omawianych niniejszym wezwań majoryzacyjnych – nieodzowne jest ich zinterpretowanie przez pryzmat funkcji ekonomicznych, dla realizacji których zostały ustanowione. W istocie bowiem w celach ekonomicznych instytucji wezwań tkwi jej sens.

Głównym względem celowościowym wezwań majoryzacyjnych jest poddanie procesów nabywania znaczących ilości akcji spółek publicznych, w szczególności, ukierunkowanych na przejęcie kontroli w takich spółkach, warunkom normatywnym, które zapewnią ochronę interesów (ekonomicznych) akcjonariuszy mniejszościowych w obliczu

zakończone w związku z dyskontynuacją prac Sejmu VII kadencji. Ów projekt zakładał wprowadzenie mechanizmu wezwania dobrowolnego w nowopropozowanym art. 72a znowelizowanej ustawy o ofercie publicznej, stanowiąc zarazem o uchyleniu obowiązującego ówczesnie wezwania z art. 72 tejże ustawy. Zgodnie z niedoszłym art. 72a ustawy o ofercie publicznej nabycie akcji spółki publicznej mogłoby nastąpić w wyniku wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki ogłaszanego na co najmniej 5% ogólnej liczby głosów (wezwanie dobrowolne). Takie ujęcie wezwania dobrowolnego oznaczałoby, że stanowiłoby ono stosunkowo uniwersalny instrument, umożliwiający nie tylko nabywanie znacznych ilości akcji spółek publicznych (dających co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce), lecz także przejmowanie kontroli nad takimi spółkami. Ustawodawca wskazał bowiem jedynie dolną granicę wielkości nabywanego pakietu akcji (*de iure* udziału w ogólnej liczbie głosów), której osiągnięcie mogłoby nastąpić przy zastosowaniu wezwania dobrowolnego, pozostawiając górną granicę otwartą. W razie, gdyby w rezultacie wezwania dobrowolnego doszło do przekroczenia któregokolwiek z progów majoryzacyjnych (związanych z powinnością ogłoszenia obligatoryjnego wezwania), to, co do zasady, ogłoszenie wezwania obligatoryjnego nie byłoby już konieczne. Biorąc pod uwagę korzyści, które mógłby za sobą nieść mechanizm wezwania dobrowolnego *de lege ferenda* prawodawca winien raz jeszcze zastanowić się nad wprowadzeniem go do porządku prawnego, tym bardziej, że – jak sama nazwa wskazuje – byłby to mechanizm umożliwiający obrót znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych w znacznie bardziej liberalny sposób niż w oparciu o jego obligatoryjny odpowiednik.

utrąty przez nich faktycznej kontroli nad spółką, czyli w rezultacie istotnego wzrostu zaangażowania innego znaczącego akcjonariusza lub akcjonariuszy, bądź w sytuacji ostatecznego zmajoryzowania spółki przez dominującego akcjonariusza lub akcjonariuszy.²⁰¹ Ściśle rzecz biorąc, regulacja normatywna wezwań na akcje określonych w przepisach art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej w założeniach swych ma na celu umożliwić akcjonariuszom mniejszościowym spółki publicznej ograniczenie ich dotychczasowego udziału lub definitywne „wyjście” (ang. *exit right*) ze spółki na równych i godziwych zasadach – poprzez zbycie należących do nich akcji – w sytuacji kiedy tracą faktyczną kontrolę nad spółką w związku z pojawieniem się innego podmiotu posiadającego rzeczywiście istotną lub dominującą kapitałowo pozycję w spółce.²⁰² Wiąże się to z faktem, iż procesy takie, jak istotny wzrost zaangażowania danego akcjonariusza większościowego w spółce publicznej w związku z nabyciem znacznego pakietu jej akcji lub zmajoryzowanie spółki publicznej i przejście nad nią faktycznej kontroli – implikują w ramach takiej spółki zjawiska, których samoistne trwanie w braku rozsądnej ingerencji normatywnej mogłoby powodować ujemne konsekwencje ekonomiczne, w głównej mierze, dla pozostałych w spółce akcjonariuszy mniejszościowych.

Przede wszystkim, o czym była już mowa we wcześniejszych fragmentach rozprawy, nabycie znacznego pakietu akcji, a zwłaszcza pakietu akcji dającego faktyczną kontrolę nad spółką publiczną, wyraźnie zmienia kształt struktury jej akcjonariatu i rozkład sił na WZA akcjonariuszy, decydując o gospodarczej dominacji nad spółką przez danego akcjonariusza większościowego lub grupę takich akcjonariuszy. Zdarzenia takie przekładają się, co do zasady, na zmianę strategii zarządzania spółką, a biorąc pod uwagę dalszy horyzont czasu, mogą mieć różnoraki wpływ na wartość rynkową akcji spółki jako, że ich pozostała w obrocie ilość (ang. *free float*) ulega znacznemu zmniejszeniu – podobnie jak ich płynność. Co za tym idzie, na dotychczasowych akcjonariuszach mniejszościowych ciąży realne ryzyko poniesienia strat z dokonanej inwestycji w akcje zmajoryzowanej spółki publicznej.²⁰³ Nie da

²⁰¹ Szerzej na temat poszczególnych form oraz przyczyn obowiązywania instrumentów prawnych ochrony akcjonariuszy mniejszościowych przed rządami większości (akcjonariusza dominującego) zob. np. T. Komosa, J. Modrzejewski, *Sposoby ochrony mniejszości w spółkach kapitałowych*, PUG 1991, Nr 11-12, s. 204 i nast.; J. Okolski, D. Wajda, *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, PPH 2005, Nr 6, s. 4 i nast.

²⁰² Tak też A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *op. cit.*, s. 17; K. Haładaj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 423-424; M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo..., op. cit.*, s. 263-264; S. Rudnicki, M. Śliwa (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie..., op. cit.*, s. 287 i 293; A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2016, s. 37-41 wraz z przywołaną tam literaturą.

²⁰³ Ponadto, w sytuacji zmajoryzowania spółki przez dominującego akcjonariusza lub akcjonariuszy ewidentnej marginalizacji ulega pozycja drobnych akcjonariuszy w strukturze korporacyjnej spółki. Ta ujemna dla mniejszościowych akcjonariuszy konsekwencja nie ma jednak specjalnego znaczenia w praktyce polskiego

się więc zaprzeczyć, że w związku fundamentalnymi zmianami podyktowanymi, ogólnie rzecz ujmując, majoryzacją spółki publicznej, powstają okoliczności istotne z punktu widzenia interesu pozostałych w spółce akcjonariuszy mniejszościowych, a tym samym wywierające bezpośredni wpływ na ich decyzję inwestycyjną co do ewentualnego pozostania w spółce lub wycofania się z niej poprzez zbycie posiadanych akcji.

Z powyższym problemem, w szczególności w przypadkach, w których nabywanie znacznej ilości akcji w spółce publicznej polega na przejęciu faktycznej kontroli, wiąże się bezpośrednio potrzeba zapewnienia wszystkim dotychczasowym akcjonariuszom spółki równomiernego dostępu do tzw. premii za kontrolę (ang. *control premium*) nad spółką.²⁰⁴ Zgodnie z powszechnie przyjętym poglądem, kontrola nad spółką jest swoistym aktywem majątkowym, wykazującym wymierną wartość i składającym się na ostateczną cenę akcji, którą dominujący akcjonariusz musi zapłacić w obliczu majoryzacji spółki.²⁰⁵ Z ekonomicznego punktu widzenia, przejmując faktyczną kontrolę nad spółką dominujący akcjonariusz nabywa akcje po cenie będącej sumą wartości rynkowej odpowiedniego ułamka kapitału zakładowego spółki oraz wartości stosownej części premii za kontrolę. W naturalnych warunkach (w braku regulacji prawnej) cena akcji obejmująca wartość premii za kontrolę obowiązywałaby jednak tylko dopóty, dopóki faktyczna kontrola nad spółką nie zostałaby przejęta. Dla akcjonariusza dominującego dążącego do przejęcia kontroli nie byłoby bowiem opłacalne nabywanie akcji spółki po cenie wyższej o wartość premii za kontrolę od momentu, w którym tę kontrolę faktycznie już uzyskał. W takiej sytuacji wartość pozostałych akcji spółki i popyt na nie, co do zasady, spadałyby, a akcjonariusze mniejszościowi pozostający w ich posiadaniu nie mieliby szansy partycypacji w *de facto* skonsumowanej już premii za kontrolę.²⁰⁶ Taki stan rzeczy różnicowałby sytuację ekonomiczną dotychczasowych

rynku giełdowego – co do zasady drobny akcjonariat nie jest bowiem zainteresowany korzystaniem z przysługujących mu uprawnień korporacyjnych (tę bierność tłumaczy koncepcja tzw. racjonalnej apatii), w przeciwieństwie do korzyści majątkowych i zysków z dokonanej inwestycji w akcje spółki notowanej na rynku giełdowym. Szerzej na ten temat zob. np. K. Oplustil, *Instrumenty...*, *op. cit.*, s. 16 i nast.; W. Grabiński, *Przeciw „racjonalnej apatii” – webcasting narzędziem umocnienia korporacyjnego statusu akcjonariusza*, *Prz. Corp. Govern.* 2006, Nr 4, s. 52 i nast.

²⁰⁴ Zob. np. A. Puchalski, *Funkcje...*, *op. cit.*, s. 45.

²⁰⁵ Zob. A. Opalski, *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 487; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 23-24; T. Regucki, *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji – uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych*, *TPP* 2012, Nr 3, s. 71.

²⁰⁶ Co do zasady akcjonariusz, który uzyskał faktyczną kontrolę nad spółką nie byłby najpewniej w ogóle zainteresowany dalszym nabywaniem jej akcji – z wyjątkiem ewentualnie sytuacji kiedy dążyłby do tzw. „rematerializacji” akcji tej spółki i wycofania ich z obrotu na rynku giełdowym, co w świetle art. 91 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej wiąże się z potrzebą posiadania akcji dających co najmniej 9/10 głosów na WZA podejmującym uchwałę w tej sprawie. Trudno też wyobrazić sobie, aby inwestorzy zewnętrzni wykazywali większe zainteresowanie kupnem akcji spółki zmajoryzowanej przez dominującego akcjonariusza – chyba, że jest to podmiot strategiczny i ujawnia swoje zamiary co do dalszego rozwoju spółki, a tym samym wzrostu wartości kursu jej akcji na rynku. Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 24.

akcjonariuszy spółki, uprzywilejowując wyłącznie tych, którzy zbyli swoje akcje odpowiednio wcześniej, a stawiając w niekorzystnej ekonomicznie sytuacji pozostałych. To oznaczałoby z kolei naruszenie podstawowej na tle dyrektywy ws. ofert przejęcia oraz całego prawa spółek zasady równego traktowania akcjonariuszy.²⁰⁷

Jeszcze innym zjawiskiem ekonomicznym, które niejako uzupełniająco tłumaczy istnienie regulacji wezwań majoryzacyjnych jest nagła destabilizacja ceny akcji spółki publicznej, która może wystąpić w skutek zakupu znacznego pakietu (w szczególności kontrolnego) jej akcji, powodującego zarazem ogólny wzrost popytu na nie (tzw. efekt popytowy). Efekt popytowy stanowi zjawisko weryfikowalne ekonomicznie, polegające w istocie na intensywnym wzroście wartości kursu akcji spółki notowanej na rynku giełdowym w skutek skupowania na nim znaczącej ilości jej akcji w krótkim okresie czasu, przy jednoczesnym ogólnym wzroście popytu na te akcje. Ponieważ ów efekt popytowy nie wynika z rzeczywistych korzystnych okoliczności gospodarczych w spółce, które realnie wpływają na wzrost jej wartości (jakkolwiek w poszczególnych przypadkach nie można takowych okoliczności wykluczyć), zwykło się powszechnie uznawać, że jest on tworem sztucznym, a tym samym narusza prawidłowe funkcjonowanie rynkowego mechanizmu wyceny akcji takiej spółki. Jak zostało już wyżej wyjaśnione, zapobieganie występowaniu zjawiska efektu popytowego stanowiło przede wszystkim *ratio legis* stojące u podstaw regulacji wezwania, o którym była mowa w uchylonym art. 72 ustawy o ofercie publicznej.

W kontekście opisanych wyżej zjawisk ekonomicznych, które stwarzają daleko idące pole do nadużyć, ingerencja normatywna w obrót znacznymi pakietami akcji spółek publicznych wydaje się rzeczywiście zasadna.²⁰⁸ Dzięki konstrukcji wezwania na akcje

²⁰⁷ Zasada ta, w kontekście procedury wezwań, wynika wprost z art. 3 ust. 1 lit. a) dyrektywy ws. ofert przejęcia – zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 422. Z kolei w polskim porządku prawnym równe traktowanie akcjonariuszy spółek kapitałowych zostało zagwarantowane w art. 20 k.s.h.. Por. T. Sójka, *Zasada równego traktowania akcjonariuszy w kodeksie spółek handlowych – zagadnienia podstawowe*, RPEiS 2000, Nr 3, s. 37 i nast.; W. J. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych (I)*, PPH 2002, Nr 3, s. 1 i nast.; J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Zasada równego traktowania akcjonariuszy na gruncie k.s.h.*, PPH 2002, Nr 10, s. 19 i nast.; M. Romanowski, *Zasada jednakowego traktowania udziałowców spółek kapitałowych (I)*, PPH 2005, Nr 1, s. 5 i nast.; M. Romanowski, *Zasada jednakowego traktowania udziałowców spółek kapitałowych (II)*, PPH 2005, Nr 2, s. 26 i nast.; M. Romanowski, *Zasada „1 akcja – 1 głos” a natura spółki akcyjnej*, HUK 2008, Nr 4(6), s. 464-466; oraz A. Opalski, *Zasada jednakowego traktowania wspólników i akcjonariuszy*, PPH 2012, Nr 6, s. 5 i nast.

²⁰⁸ Zauważyć jednakowoż należy, że ingerencja ustawodawcy w obrót znacznymi pakietami akcji powinna być maksymalnie wyważona. W szczególności przepisy dotyczące wezwań na akcje powinny stanowić swoisty kompromis pomiędzy potrzebą zapewnienia ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych a zachowaniem podstawowych wolności obrotu gospodarczego. Niewspółmierna do rzeczywistych potrzeb ingerencja normatywna w procesy nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych, polegająca na przepisach nazbyt represyjnych i ograniczających wolność kształtowania stosunków umownych czy obrotu prawami majątkowymi, z pewnością naruszała będzie fundamentalne swobody inwestorów w sferze prawa cywilnego – chociażby takie, jak swoboda umów wyrażona w art. 353¹ k.c. W rezultacie, nader skomplikowany mechanizm wezwań na akcje może okazać się swoistą barierą regulacyjną zniechęcającą potencjalnych znaczących

wszyscy mniejszościowi akcjonariusze spółki publicznej mogą – w obliczu ryzyk wynikających z majoryzowania jej przez dominującego akcjonariusza – ograniczyć swój udział w tejże spółce lub ostatecznie się z niej wydostać. Mechanizm wezwania majoryzacyjnego gwarantuje niejako popyt na akcje wszystkich akcjonariuszy mniejszościowych w przejmowanej spółce, niwelując tym samym niebezpieczeństwo spadku ich wartości i płynności (jakkolwiek niebezpieczeństwa takiego nie wyeliminuje całkowicie żadna instytucja prawna). Co więcej, instytucja wezwań na akcje – polegając m.in. na precyzyjnie ustalonych w art. 79 i nast. ustawy o ofercie publicznej kryteriach dotyczących minimalnej ceny za jaką akcjonariusz majoryzujący spółkę publiczną może nabyć akcje od pozostałych jej akcjonariuszy, a także na wynikającym z art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej wymogu ustanowienia zabezpieczenia zapłaty tejże ceny, czy na bezwzględnie ustalonych w rozporządzeniu ws. wzorów wezwań terminach przyjmowania zapisów – w wyraźny sposób sprzyja równemu traktowaniu dotychczasowych akcjonariuszy mniejszościowych spółki, zapewniając im wszystkim, na tych samych zasadach i w tym samym czasie, możliwość otrzymania tzw. godziwej ceny za akcje, a przeto równomiernego uczestnictwa w podziale premii za kontrolę nad spółką. W końcu, poprzez dokładną regulację ceny nabywania akcji, procedura wezwania pozwala niejako „petryfikować” wartość akcji spółki publicznej w obliczu ich nagłego intensywnego skupu, a tym samym przyczynia się do ograniczenia tzw. efektu popytowego.²⁰⁹

Rozbudowany pod względem normatywnym mechanizm wezwań majoryzacyjnych pozostaje zatem w ścisłej relacji z opisanymi zjawiskami ekonomicznymi wynikającymi ze znacznych zmian kapitałowych w strukturze akcjonariatu spółki publicznej. *Ratio legis* poszczególnych przepisów składających się na procedurę wezwania na akcje z art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej upatrywać należy w przeciwdziałaniu poszczególnym zagrożeniom, które obiektywnie mogą zaistnieć w związku z tymi zjawiskami. W takim ujęciu instytucja analizowanych w tym miejscu wezwań stanowi *de facto* remedium normatywne na te zagrożenia, przy czym jego bieżący kształt, przynajmniej teoretycznie, musi ewoluować w zależności od naturalnego rozwoju czy zanikania tychże zagrożeń. W rezultacie, w myśl jej generalnych założeń ekonomicznych, instytucja wezwań na akcje

inwestorów do istotnego zaangażowania na rynku giełdowym. Tak złożony problem może w konsekwencji zaburzyć efektywne funkcjonowanie mechanizmu rynkowego w ogóle. Podobne uwagi zgłaszano już na tle poprzednio obowiązującego ustawodawstwa rynku giełdowego – zob. M. Wierzbowski, M. Dyl, *Znaczące pakiety akcji spółek publicznych*, Warszawa 2002, s. 4 i 6.

²⁰⁹ Zob. A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *op. cit.*, s. 25.

tworzy rzeczywiście istotny budulec bezpieczeństwa, transparentności i ogólnego zaufania inwestorów do rynku giełdowego.

W koncieście powyższego nie sposób pominąć jednak pewnych praktycznych zjawisk ekonomicznych związanych z instytucją wezwań na akcje albo, właściwiej, praktycznie istotnych – z kapitałowego punktu widzenia akcjonariusza, który majoryzuje spółkę publiczną – procesów, których zaistnienie (realizacja) może być (choć nie musi) następstwem udanego przeprowadzenia procedury wezwania majoryzacyjnego w spółce giełdowej. Wszak procesy, które zostaną zasygnalizowane poniżej nie muszą dotyczyć każdego przypadku wezwania na akcje, a przynajmniej nie muszą bezpośrednio (automatycznie) wynikać z jego przeprowadzenia, ale, mając na uwadze sekwencję zdarzeń korporacyjnych, którą coraz częściej – w praktyce obrotu – rozpoczyna ogłoszenie wezwania majoryzacyjnego (przede wszystkim z art. 74 ustawy o ofercie publicznej), można te procesy obecnie uznać za swoiste założenia (cele) ekonomiczne, które *de facto* decydują o ogłoszeniu wezwania na akcje przez niektórych inwestorów. Otóż, jak zostało wyżej wyjaśnione, instytucja wezwania na akcje, czy to z art. 73, czy to z art. 74 ustawy o ofercie publicznej, służyć ma przejęciu faktycznej kontroli nad spółką publiczną, na warunkach zapewniających minimum ochrony pozostałym akcjonariuszom, co do zasady, mniejszościowym (możliwość ograniczenia zaangażowania w majoryzowanej spółce lub całkowitego wyjścia z majoryzowanej spółki – za godziwym ekwiwalentem). W ślad za tak przyjętym, z założenia, celem instytucji wezwania majoryzacyjnego podążają rozmaite skutki (możliwości) praktyczne – zarówno w wymiarze ekonomicznym, jak i prawnym. Przede wszystkim, przeprowadzenie wezwania majoryzacyjnego doprowadza do zmiany struktury akcjonariatu spółki publicznej w ten sposób, że istotnie zmniejsza się pula płynnych akcji spółki znajdujących się w obrocie (ang. *free float*), co z kolei obiektywnie przyczynia się, o czym była już mowa powyżej, do spadku wartości akcji. Taki stan rzeczy, z jednej strony, jest nieopłacalny dla pozostałych w spółce akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż mają oni znikomy (o ile, w ogóle, jakkolwiek) wpływ na funkcjonowanie spółki, zaś posiadane przez nich walory (tzw. „resztówki”), pomimo, iż tracą na wartości, stają się *de facto* niezbywalne (maleje ich płynność), a przynajmniej bardzo mało atrakcyjne z punktu widzenia potencjalnych nabywców na rynku giełdowym.²¹⁰ Nikłe są zatem szanse osiągnięcia chociażby zwrotu z inwestycji poczynionej przez akcjonariuszy mniejszościowych, którzy pozostali udziałowcami zmajoryzowanej spółki publicznej (choć

²¹⁰ Wyjątkiem od takiej sytuacji może być np. przypadek zmajoryzowania spółki publicznej przez inwestora branżowego (strategicznego), którego doświadczenie i zamierzenia związane z działalnością spółki dają zasadne nadzieje na wzrost wartości akcji spółki w perspektywie długoterminowej.

takowego, w perspektywie długoterminowej, nie można przecież wykluczyć). Z drugiej strony, także dla akcjonariusza, który zmajoryzował spółkę w trybie wezwania na akcje utrzymywanie kapitałowego *status quo*, tj. dalszy udział drobnych akcjonariuszy w spółce giełdowej, nie ma żadnego sensu ekonomicznego.²¹¹ Znaczenie wkładu kapitałowego pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych jest bowiem dla akcjonariusza większościowego, z reguły, marginalne, a zachowanie ich w strukturze akcjonariatu spółki stwarza jedynie – zupełnie niepotrzebne z punktu widzenia akcjonariusza dominującego – ryzyko konfliktu korporacyjnego na płaszczyźnie kierowania spółką, w szczególności, wtedy, kiedy akcjonariusze mniejszościowi nadużywać będą różnorodnych instrumentów prawnych służących ochronie ich interesów, jako mniejszości.²¹² Poza tym, akcjonariusz, który zdominował spółkę publiczną jest, z reguły, w stanie samodzielnie ją dokapitalizować, jeśli zajdzie taka potrzeba, nie wykorzystując w tym celu skomplikowanych i kosztownych mechanizmów publicznego obrotu papierami wartościowymi. Oznacza to, że najkorzystniejszym ekonomicznie, a zarazem niejako naturalnym, rozwiązaniem dla akcjonariusza, który zmajoryzował spółkę w następstwie wezwania na akcje jest przeprowadzenie procesu wycofania jej akcji z obrotu na rynku regulowanym (ang. *going private*), ponieważ pozwala ono, przede wszystkim, znacznie uszczuplić koszty funkcjonowania spółki akcyjnej (wraz z wycofaniem akcji spółki z zorganizowanego obrotu ustają wobec spółki obowiązki informacyjne, sprawozdawcze, depozytowe, formalno-techniczne *etc.*).²¹³ Z kolei z wycofaniem akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym, a więc z utratą przez spółkę jej statusu spółki publicznej, wiążą się instytucje takie, jak przymusowy wykup akcji (ang. *squeeze-out*) uregulowany w art. 82 ustawy o ofercie publicznej oraz, poprzedzające żądanie podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji, wezwanie na akcje ogłaszane do wszystkich pozostałych w spółce akcjonariuszy, zgodnie z art. 91 ust. 6 tej samej ustawy. Obie instytucje mają, zasadniczo, ofensywny charakter i stanowią przejaw zasady rządów większości nad mniejszością, którą pojmować *notabene* należy przez pryzmat kardynalej w spółce akcyjnej zasady prymatu kapitału nad jednostką.²¹⁴ Rzecz jasna,

²¹¹ Por. A. Puchalski, *Funkcje...*, *op. cit.*, s. 67.

²¹² Zob. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 517.

²¹³ Tak też *Ibidem* oraz K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 475. Szerzej w kwestii rozmaitych skutków wycofania akcji z publicznego obrotu (in. zniesienia dematerializacji akcji) zob. np. M. Dyl, *Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego*, PPH 2004, Nr 9, s. 30 i nast.; M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 614-619 oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 562-564.

²¹⁴ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 504 i 508. W kwestii doniosłości zasady rządów większości nad mniejszością w spółkach kapitałowych wypowiedział się m.in. Trybunał Konstytucyjny, stwierdzając w wyroku z dnia 21 czerwca 2005 r., iż „zasada rządów większości (prymat czynnika kapitałowego) jest fundamentalną zasadą dla nowoczesnego prawa spółek, gdyż stanowi ona gwarancję efektywności spółek kapitałowych” – zob. wyrok TK z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt P 25/02, OTK-A 2005, Nr 6, poz. 65. Por. także W. J. Katner, *op. cit.*, s. 1 i

instytucje te, o czym była mowa powyżej, nie należą *sensu stricto* do systematyki powinności nabywców znacznych pakietów akcji (z tej przyczyny, jak sądzę, ustawodawca zawarł je w innym rozdziale ustawy o ofercie publicznej) i, w związku z tym, ich szczegółowa analiza nie mieści się w ramach niniejszej dysertacji, natomiast w kontekście prowadzonego w tym miejscu pracy wywodu należy dostrzec, iż przeprowadzenie obowiązku dużego wezwania majoryzacyjnego z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej stwarza warunki ekonomiczne (i prawne) prowadzące do sytuacji, w której skorzystanie z którejś z tych instytucji (lub z obydwu) przez akcjonariusza większościowego stanowi naturalną (nieuniknioną) kolej rzeczy w ramach złożonego procesu następujących po sobie zdarzeń zmierzających do tzw. rematerializacji akcji spółki.²¹⁵ Zresztą sam prawodawca zdaje się dostrzegać, iż chronologię takich zdarzeń rozpoczynać może wezwanie na akcje z art. 74 ustawy o ofercie publicznej. W art. 82 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej, czyli w jednym z przepisów regulujących instytucję przymusowego wykupu akcji w spółce publicznej, prawodawca uwzględnił bowiem *expressis verbis* sytuację, w której akcjonariusz większościowy dokonuje procesu wykupu drobnych akcjonariuszy ze zmajoryzowanej przez niego spółki publicznej właśnie w następstwie przeprowadzonego wezwania na wszystkie akcje tejże spółki („Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o których mowa w ust. 1 [progu 90% ogólnej liczby głosów uprawniającego do wystąpienia z żądaniem wykupu akcji – R.F.S.] nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki [...]). W tym kontekście należy zwrócić uwagę na kontrowersje, jakie może budzić legalność takiego procesu ekonomicznego – ze względu na wątpliwą, co do zgodności z Konstytucją RP, konstrukcję regulacji przymusowego wykupu akcji w spółce publicznej. Mianowicie,

nast.; O. Lipińska, *Ochrona spółki akcyjnej przed nadużywaniem praw wynikających z akcji*, PPH 2002, Nr 7, s. 40 i nast.; J. Okolski, D. Wajda, *op. cit.*, s. 4 i nast. oraz K. Bilewska (w:) K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Pukszo, *op. cit.*, s. 103.

²¹⁵ Zob. np. pkt 31 wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki Robyng S.A. ogłoszonego w dniu 1 grudnia 2017 r. przez spółkę Bricks Acquisitions Limited, podmiot powiązany z Goldman Sachs Group Inc., w którym to punkcie przedmiotowego wezwania stwierdzono wyraźnie, że „Jeśli po rozliczeniu Wezwania Wzywający znajdzie się w posiadaniu akcji stanowiących co najmniej 90% ogólnej liczby głosów w Spółce [Robyng S.A. – przyp. R.F.S.], Wzywający zamierza przystąpić do przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych Spółki, po którym nastąpi przywrócenie Akcejom formy dokumentu oraz wycofanie ich z obrotu na rynku regulowanym”, do czego zresztą faktycznie spółka Bricks Acquisitions Limited doprowadziła. Zob. treść przedmiotowego wezwania na akcje spółki Robyng S.A. z dnia 1 grudnia 2017 r., a także załącznik nr 2 do raportu bieżącego nr 23 spółki Robyng S.A. z dnia 7 marca 2018 r. zawierający zawiadomienie Bricks Acquisitions Limited o skutecznym przeprowadzeniu procedury *squeeze-out* z art. 82 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej oraz komunikat z 390. posiedzenia KNF w dniu 18 maja 2018 r. dotyczący wycofania akcji spółki Robyng S.A. z obrotu giełdowego – dokumenty dostępne, odpowiednio, na stronie internetowej Polskiej Agencji Prasowej S.A. (PAP) pod adresem: <http://biznes.pap.pl/pl/news/search/info/29099606,wezwanie-do-zapisywania-sie-na-sprzedaz-akcji-robyng-sa-ogloszone-przez-bricks-acquisitions-limited>, na stronie internetowej spółki Robyng S.A. pod adresem: https://ri.robyng.pl/wp-content/uploads/sites/3/2018/01/Bricks-Acquisitions-Limited_07.03.2018.pdf oraz na stronie KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_18_05_2018.pdf (dostęp: 1 stycznia 2019 r.).

squeeze-out, czyli tzw. „wyciśnięcie” drobnych akcjonariuszy, w przypadku spółki publicznej dokonuje się wyłącznie na podstawie inicjatywy akcjonariusza dominującego, legitymującego się kwalifikowanym udziałem w ogólnej liczbie głosów (co najmniej 90% ogólnej liczby głosów w spółce), niezależnie od woli akcjonariuszy mniejszościowych, których akcje mają zostać wykupione.²¹⁶ Oznacza to, że w celu tzw. „wyciśnięcia” pozostałych w spółce giełdowej drobnych akcjonariuszy nie jest wymagane podjęcie uchwały walnego zgromadzenia – tak, jak ma to miejsce na gruncie art. 418 k.s.h. w odniesieniu do spółek prywatnych – co z kolei praktycznie zamyka drogę sądowej ochrony drobnym akcjonariuszom spółki giełdowej, do których skierowane jest żądanie wykupu z art. 82 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, gdyż *de facto* nie mają oni czego skarżyć.²¹⁷ Praktycznie rzecz biorąc mogą oni jedynie kwestionować cenę wykupu należących do nich akcji, która – w analizowanym przypadku – powinna odpowiadać co najmniej cenie akcji proponowanej w wezwaniu poprzedzającym ów wykup (art. 82 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej).²¹⁸ Taki stan normatywny wydaje się rzeczywiście godzić w prawo do sądu drobnych akcjonariuszy „wyciskanych” ze spółki publicznej, a tym samym powinien zostać poddany kontroli Trybunału Konstytucyjnego przez pryzmat m.in. zgodności z art. 45 ust. 1 Konstytucji RP.²¹⁹ Odnosząc powyższe do analizowanej w tym punkcie rozprawy kwestii założeń ekonomicznych wezwań na akcje, rzecz można, z jednej strony, że w opisanych wyżej okolicznościach wezwania majoryzacyjne mogą (a, w szczególności, wezwanie z art. 74 ustawy o ofercie publicznej) stanowić *de facto* dla akcjonariuszy większościowych swoiste narzędzie ekonomiczne i prawne do obiektywnie wątpliwej – jeżeli chodzi o jej zgodność z ustawą zasadniczą – ingerencji w prawo własności drobnych akcjonariuszy spółki publicznej (pozbawienia ich prawa swobodnego rozporządzania należącymi do nich akcjami), co więcej w braku możliwości jakiegokolwiek kontroli sądowej takiego procesu, z wyjątkiem

²¹⁶ Zgodnie z art. 82 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej „Nabycie akcji w wyniku przymusowego wykupu następuje bez zgody akcjonariusza, do którego skierowane jest żądanie wykupu.”. Zob. szerzej W. Walasek, *op. cit.*, s. 53 i nast.; A. Waclawik-Wejman (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 552-554; M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 516 oraz 528.

²¹⁷ Dla porównania, badając konstytucyjność mechanizmu przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych w spółce prywatnej (art. 418 k.s.h.) Trybunał Konstytucyjny orzekł, iż jest on zgodny z Konstytucją RP przede wszystkim dlatego, iż nie wyłącza prawa do sądu akcjonariuszy będących adresatami żądania wykupu, albowiem mogą oni realizować owo prawo poprzez zakwestionowanie uchwały walnego zgromadzenia powziętej w przedmiocie wykupu. Zob. sentencję wyroku TK z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt P 25/02, OTK-A 2005, Nr 6, poz. 65. Zob. także K. Sadowska, *Trybunał Konstytucyjny uzbroił drobnych akcjonariuszy*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 01.03.2006 r. – artykuł dostępny na stronie internetowej pod adresem: <https://www.parkiet.com/artukul/434270.html> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.)

²¹⁸ Zob. szerzej R. Woźniak, *Zasady ustalania ceny w przymusowym wykupie w przypadku spółki publicznej*, PPH 2014, Nr 7, s. 50 i nast.

²¹⁹ Zob. K. Sadowska, *op. cit.*, a także U. Zielińska, *Przymusowy wykup akcji można zaskarżyć*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 06.06.2006 r. – artykuł dostępny na stronie internetowej pod adresem: <https://www.parkiet.com/artukul/449891.html> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

ewentualnie prawa do zakwestionowania ceny za akcje objęte przymusowym wykupem. Z drugiej strony, uważam jednak, że wyciągnięcie wniosku, jakoby – z założenia ekonomicznego – mechanizm wezwania majoryzacyjnego miał powodować naruszenie konstytucyjnie chronionego prawa własności czy prawa do sądu drobnych akcjonariuszy spółki publicznej tylko dlatego, że stanowiący potencjalne następstwo takiego wezwania (w ramach sekwencji zdarzeń prowadzących do wycofania akcji spółki publicznej z obrotu na rynku regulowanym) przymusowy wykup pozostałych akcji w spółce publicznej budzi na tym tle obiektywne wątpliwości konstytucyjnej (nie potwierdzone jak dotąd wyrokiem Trybunału Konstytucyjnego), byłoby zbyt daleko idącą konkluzją. O ile bowiem rzeczywisty zamiar akcjonariusza ogłaszającego wezwanie na (wszystkie) akcje spółki publicznej może polegać na całkowitym przejściu spółki w celu wycofania jej akcji z zorganizowanego obrotu, a więc może być związany z, następującym po wezwaniu z art. 74 ustawy o ofercie publicznej, „wyciśnięciem” pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych w trybie art. 82 tejże ustawy bez względu na kierunek ich woli, to samemu wezwaniu na akcje nie sposób zarzucić cech niekonstytucyjnego „wywłaszczenia”, co więcej bez prawa podmiotów „wywłaszczanych” (drobnych akcjonariuszy) do ochrony sądowej, gdyż polega ono zawsze na propozycji wzywającego i dobrowolnej decyzji akcjonariuszy, do których propozycja będąca przedmiotem wezwania jest adresowana (w odpowiedzi na tę propozycję składają oni zapisy do sprzedaży lub do zamiany należących do nich akcji spółki publicznej albo pozostają bierni w tym zakresie, wedle ich własnego uznania).²²⁰

1.5.3.2. Geneza przepisów

Instytucja wezwania na akcje związanego przejmowaniem kontroli nad spółką publiczną pojawiła się w polskim systemie prawa giełdowego znacznie wcześniej niż jej wdrożenie stało się konieczne w związku z potrzebą implementacji unijnej dyrektywy ws. ofert przejęcia.²²¹ Regulacja wezwania majoryzacyjnego obowiązuje bowiem na naszym rynku giełdowym od ponad dwudziestu pięciu lat – jakkolwiek w związku z nieustającą ewolucją tego rynku doznała ona w tym czasie wielu istotnych zmian.

²²⁰ W kwestii charakteru prawnego wezwania na akcje (propozycji stanowiącej przedmiot wezwania) oraz procedury składania zapisów do sprzedaży lub zamiany akcji objętych wezwaniem zob. odpowiednio pkt 1.5.5. oraz 1.5.6.1.3. rozprawy.

²²¹ Zgodnie z art. 21 dyrektywy ws. ofert przejęcia implementacja przyjętych w niej rozwiązań do porządków prawa państw członkowskich Unii Europejskiej powinna była nastąpić najpóźniej do dnia 20 maja 2006 r.

Po raz pierwszy mechanizm wezwania majoryzacyjnego (a zarazem konstrukcję wezwania w ogóle) wprowadzono do polskiego porządku prawnego na gruncie ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Zgodnie z art. 87 § 1 tej ustawy nabycie akcji spółki publicznej oznaczające przekroczenie progu 50% głosów na WZA powodowało powstanie obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki. Przejęcie faktycznej kontroli nad spółką publiczną ustawodawca utożsamiał więc z objęciem bezwzględnej większości głosów na WZA. Jednocześnie warto odnotować, że stosunkowo prozaicznie sformułowany obowiązek przeprowadzenia wezwania miał charakter następczy w stosunku do momentu nabycia kontrolnego pakietu akcji. Taki stan prawny trwał od dnia 25 kwietnia 1991 r. do dnia 12 lutego 1994 r.

13 lutego 1994 r. weszła w życie nowelizacja p.p.o.p.w.f.p., na mocy której obowiązek ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego związano z przekroczeniem progu 33% głosów. Tym samym, próg oznaczający faktyczną kontrolę nad spółką publiczną został wyraźnie zmniejszony i po raz pierwszy niejako „oderwany” od bezwzględnej większości głosów na WZA.

Dalsza ewolucja instytucji wezwań majoryzacyjnych nastąpiła z kolei w drodze uchwalenia nowej ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. P.p.o.p.w. weszło w życie dnia 3 stycznia 1998 roku. W świetle art. 154 tejże ustawy próg faktycznej kontroli, którego przekroczenie determinowało powinność ogłoszenia wezwania obejmującego wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej ponownie ustalono na poziomie 50% ogólnej liczby głosów na jej WZA.²²² Ów stan prawny obowiązywał do czasu wejścia w życie obowiązującej obecnie ustawy o ofercie publicznej, tj. do dnia 24 października 2005 roku.

Nie wchodząc niniejszym w szczegóły, które będą przedmiotem następnych części rozprawy, należy podkreślić, że ustawa o ofercie publicznej istotnie zreformowała w 2005 r. konstrukcję wezwań majoryzacyjnych. Zamiast bowiem jednego obowiązku ogłoszenia wezwania dedykowanego przejściom kontroli nad spółkami giełdowymi – tak, jak miało to miejsce na gruncie p.p.o.p.w. – w ustawie o ofercie publicznej przewidziano dwa obowiązki związane z procesami majoryzacji spółek publicznych, uregulowane, odpowiednio, w jej art. 73 i art. 74. Wprawdzie na przestrzeni ostatnich nieco ponad dziesięciu lat ustawa o ofercie

²²² Szerzej w kwestii wezwań pod rządami p.p.o.p.w. zob. np. A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *op. cit.*, s. 17 i nast.; M. Wierzbowski, M. Dyl, *op. cit.*, s. 3 i nast. lub M. Romanowski, *Nabywanie akcji w trybie publicznego wezwania*, PPH 1999, Nr 11, s. 1 i nast.

publicznej była przedmiotem kilku nowelizacji, jednakże nie obejmowały one bezpośrednio konstrukcji przedmiotowych przepisów. Z kolei procedowane w ostatnich latach prace legislacyjne, które były rzeczywiście ukierunkowane na gruntowną reformę instytucji wezwań na akcje, a w tym, przede wszystkim, na wdrożenie całkowicie nowych rozwiązań w zakresie wezwań majoryzacyjnych (przejęć kontroli nad spółkami giełdowymi), zostały zaniechane jesienią 2015 r. w związku z zasadą dyskontynuacji działalności ustawodawczej ustającego wtedy parlamentu.²²³ Stan regulacji w zakresie wezwań majoryzacyjnych pozostaje więc zasadniczo niezmienny od daty wejścia w życie ustawy o ofercie publicznej aż po chwilę obecną.

1.5.3.3. Europejski wzorzec normatywny – art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia

Od czasu wejścia w życie ustawy o ofercie publicznej polska regulacja wezwań na akcje stanowi w znacznej mierze implementację dyrektywy ws. ofert przejęcia. Niezależnie od tego, że sposób tej implementacji dotychczas głównie krytykowany²²⁴, nie ma wątpliwości, że znamienita większość ustanowionych w jej toku przepisów dotyczących wezwań na akcje wpisuje się w fundamentalne cele – zasady wzorcowej dyrektywy europejskiej, uwzględniając zarazem specyficzne właściwości polskiego rynku kapitałowego.²²⁵

Generalnie rzecz biorąc, dyrektywa ws. ofert przejęcia zapewniać ma jasne, transparentne i zharmonizowane we wszystkich państwach członkowskich standardy dotyczące przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi oraz potrzebnej w związku z tym ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych.²²⁶ Podstawowe założenia dyrektywy ws. ofert przejęcia koncentrują się na zabezpieczeniu interesów oraz równym traktowaniu akcjonariuszy mniejszościowych w razie przejmowania kontroli nad spółką publiczną, której akcje posiadają. Zdaniem prawodawcy europejskiego, realizacja tych założeń jest możliwa, w szczególności, poprzez „zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia

²²³ Zob. Projekt UD144 wraz z założeniami, opracowywany przez Radę Ministrów w latach 2011-2015. Pełna historia prac dostępna jest na stronie internetowej RCL pod adresem: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343>.

²²⁴ Zob. np. K. Oplustil, *Harmonizacja...*, *op. cit.*, s. 53; G. Domański, M. Goszczyk, *Nabycie akcji spółki publicznej – obowiązek ogłaszania wezwań*, PPH 2007, Nr 5, s. 7; M. Romanowski, *Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie*, PPH 2008, Nr 1, s. 17; K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 432; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et. al.], *op. cit.*, s. 347 i nast.

²²⁵ Zob. B. Garlacz, *Wrocie przejęcia w świetle nowych regulacji prawa polskiego i XIII Dyrektywy WE – analiza porównawcza*, Mon. Praw. 2006, Nr 22, s. 1204.

²²⁶ Por. pkt (2), (3) oraz (9) Preambuły do dyrektywy ws. ofert przejęcia. Zob. szerzej J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 33 i nast.

oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery po godziwej cenie”, przy czym jednocześnie „Państwa Członkowskie powinny zachować dowolność ustanowienia dalszych instrumentów dla ochrony interesów posiadaczy papierów wartościowych”.²²⁷ Jak zostało już powiedziane we wcześniejszych fragmentach rozprawy, takie ujęcie postulatów dyrektywy ws. ofert przejęcia świadczy o tym, że stawiane przez nią wymogi mają *de iure* charakter semiimperatywny.²²⁸

W kontekście wspomnianych wyżej założeń kluczowym przepisem dyrektywy ws. ofert przejęcia jest jej art. 5 ust. 1. W myśl tego przepisu, w sytuacji, gdy jakakolwiek osoba, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu²²⁹ posiadała papiery wartościowe²³⁰ spółki publicznej, które łącznie z dotychczas posiadanymi przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu papierami wartościowymi, stanowią bezpośrednio lub pośrednio taki udział w ogólnej liczbie głosów w spółce, który daje tej osobie kontrolę nad spółką – osoba ta jest zobowiązana do złożenia oferty²³¹ (ogłoszenia wezwania) jako środka ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółki. Oferta ta powinna zostać skierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich pozostałych posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmować wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej cenie. Z brzmienia przywołanego przepisu jasno wynika, że obowiązek złożenia oferty (ogłoszenia wezwania) może być zrealizowany następczo w stosunku do momentu faktycznego osiągnięcia kontroli nad spółką publiczną – byleby nastąpiło to najprędzej jak to możliwe po przejęciu kontroli. Z drugiej strony zaznaczyć trzeba, że nie ma przeciwwskazań, aby zadośćuczynienie obowiązkowi złożenia oferty

²²⁷ Zob. pkt (9) Preambuły do dyrektywy ws. ofert przejęcia.

²²⁸ Zob. szerzej nt. charakteru norm prawnych w dyrektywie ws. ofert przejęcia pkt 1.1. rozprawy. Por. art. 3 ust. 2 oraz art. 5 ust. 6 dyrektywy ws. ofert przejęcia.

²²⁹ Art. 2 ust. 1 lit. d) dyrektywy ws. ofert przejęcia definiuje pojęcie „osób działających w porozumieniu” (ang. *acting in concert*) – są to osoby fizyczne lub prawne współpracujące z oferentem lub spółką będącą przedmiotem oferty na zasadzie porozumienia, wyraźnego lub cichego, ustnego lub pisemnego, którego celem jest przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty lub zakłócenie pomyślnego wyniku oferty.

²³⁰ W myśl definicji zawartej w art. 2 ust. 1 lit. e) dyrektywy ws. ofert przejęcia „papiery wartościowe” oznaczają zbywalne papiery wartościowe dające prawo głosu w spółce. Poza zakresem definicji pozostawione są więc papiery wartościowe, które nie inkorporują w sobie prawa głosu na WZA spółki publicznej. Należy przyjąć, że ich nabycie, co do zasady, pozostaje irrelewantne z punktu widzenia przepisów dyrektywy ws. ofert przejęcia regulujących materię przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi.

²³¹ Zgodnie z definicją zamieszczoną w art. 2 ust. 1 lit. a) dyrektywy ws. ofert przejęcia „oferta przejęcia” lub „oferta” (ang. *mandatory bid*, niem. *Pflichtangebot*, franc. *le offre publique obligatoire*) oznacza ofertę publiczną (inną niż dokonywana przez samą spółkę będącą przedmiotem oferty) złożoną posiadaczom papierów wartościowych spółki w celu nabycia wszystkich lub niektórych z tych 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 krajowym. Krytycznie na temat instytucji obowiązkowej oferty przejęcia zob. np. M. Burkard, F. Panunzi, *Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out, and the Dynamics of the Tender Offer Process* (w:) G. Ferrarini, K. J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch (red.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004, s. 737-765; E. Wymeersch, *The Mandatory Bid: A Critical View* (w:) K. J. Hopt, E. Wymeersch, *European Takeovers. Law and Practice*, London 1992, s. 351-368.

następowało uprzednio – poprzedzało uzyskanie kontroli nad spółką – skoro implementując dyrektywę ws. ofert przejęcia ustawodawcy państw członkowskich mogą ustanawiać wyższe standardy ochrony akcjonariuszy mniejszościowych.

Jednocześnie, zgodnie z ust. 3 przedmiotowego artykułu dyrektywy ws. ofert przejęcia, prawodawca europejski pozostawia w gestii ustawodawców poszczególnych państw członkowskich ustalenie jaki konkretnie udział w ogólnej liczbie głosów daje kontrolę nad spółką publiczną. Oznacza to, że główne kryterium obowiązku złożenia oferty (ogłoszenia wezwania), o którym mowa w art. 5 ust. 1 dyrektywy ws. ofert przejęcia – tj. osiągnięcie udziału w ogólnej liczbie głosów dającego faktyczną kontrolę nad spółką publiczną – może być zróżnicowane w każdym państwie członkowskim, w zależności od warunków panujących na krajowym rynku giełdowym.²³² Owo rozwiązanie dyrektywy ws. ofert przejęcia umożliwiać ma, przede wszystkim, dostosowanie progu faktycznej kontroli nad spółką publiczną – a w rezultacie także ostatecznej konstrukcji oferty przejęcia (wezwania) – do rzeczywistości rynku giełdowego funkcjonującego w danym państwie członkowskim.

Ponadto, w ramach założeń ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, dyrektywa ws. ofert przejęcia określa tzw. godziwą cenę (ang. *equitable price*), jaką powinni oni otrzymać za posiadane papiery wartościowe od podmiotu przejmującego kontrolę nad spółką publiczną.²³³ Stosownie do art. 5 ust. 4 dyrektywy ws. ofert przejęcia godziwą ceną jest najwyższa cena zapłacona przez oferenta lub osoby działające z nim w porozumieniu za te same papiery wartościowe (przejmowanej spółki) w okresie ustalonym ostatecznie przez państwa członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty (ogłoszeniem wezwania). Jeżeli natomiast po opublikowaniu oferty i przed jej zamknięciem oferent lub jakakolwiek osoba działająca z nim w porozumieniu zakupi papiery wartościowe (przejmowanej spółki) po cenie wyższej niż cena zaproponowana w ofercie, oferent zobowiązany jest zwiększyć proponowaną przez siebie godziwą cenę tak, aby nie była ona niższa niż najwyższa cena zapłacona za tak nabyte papiery wartościowe.²³⁴ Te uregulowania dyrektywy ws. ofert przejęcia mają, rzecz jasna, na celu zapobiegać

²³² W większości państw członkowskich próg faktycznej kontroli jest określony na poziomie 30 – 50% udziału w ogólnej liczbie głosów – zob. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *op. cit.*, (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 86-87; T. Regucki, *op. cit.*, s. 77; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 418-420.

²³³ Por. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 31-32. Zob. także B. Garlacz, *op. cit.*, s. 1208-1209.

²³⁴ W szczególnych przypadkach dyrektywa ws. ofert przejęcia przyznaje również możliwość oszacowania godziwej ceny przez właściwy organ nadzoru w danym państwie członkowskim – zob. art. 5 ust. 4 akapit 2. dyrektywy ws. ofert przejęcia.

przypadkom kiedy w razie przejmowania kontroli nad spółką publiczną jej akcjonariusze mniejszościowi otrzymają za posiadane papiery wartościowe cenę niższą niż im rzeczywiście należąca, a w szczególności, cenę pozbawioną odpowiedniej części tzw. premii za kontrolę²³⁵.

Jako alternatywę w stosunku do zapłaty godziwej ceny w formie pieniężnej, dyrektywa ws. ofert przejęcia dopuszcza również możliwość zaproponowania przez oferenta (wzywającego) papierów wartościowych w zamian za papiery wartościowe przejmowanej spółki lub też kombinacji środków pieniężnych i papierów wartościowych. Zgodnie z art. 5 ust. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia papiery wartościowe proponowane przez oferenta akcjonariuszom mniejszościowym powinny jednak spełniać dwa kryteria. Po pierwsze muszą być to płynne papiery wartościowe. Po drugie zaś, muszą być one dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Jeżeli papiery wartościowe stanowiące przedmiot zapłaty nie spełniają obu tych kryteriów, dyrektywa ws. ofert przejęcia wymaga, aby propozycja oferenta (wzywającego) przewidywała koniecznie alternatywę pieniężną.

Co więcej, zgodnie z art. 3 ust. 1 lit. a) dyrektywy ws. ofert przejęcia wszyscy posiadacze tego samego rodzaju papierów wartościowych (akcjonariusze mniejszościowi) spółki będącej przedmiotem oferty muszą być traktowani jednakowo, a jeżeli jakkolwiek osoba przejmie kontrolę nad spółką, pozostali posiadacze jej papierów wartościowych (akcjonariusze mniejszościowi) muszą być chronieni. Dodatkowo, unormowania art. 6 dyrektywy ws. ofert przejęcia wymagają od ustawodawców państw członkowskich wdrożenia takich regulacji, które zapewnią, że decyzja oferenta o złożeniu oferty przejęcia będzie bezzwłocznie przekazana do publicznej wiadomości oraz do krajowego organu nadzoru, zaś w upublicznionym przez oferenta dokumencie informacyjnym zawarte będą wszelkie informacje konieczne do podjęcia przez pozostałych posiadaczy papierów wartościowych właściwej decyzji w sprawie oferty.

Źródłowa dyrektywa ws. ofert przejęcia formułuje więc podstawowe zasady – filary normatywne procesu przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi. Wyznaczają one minimum ochrony i, jako takie, powinny być należycie wdrożone i przestrzegane w porządkach prawnych wszystkich państw członkowskich. Do zasad tych zakwalifikować należy: prawo akcjonariuszy mniejszościowych „wyjścia” ze spółki publicznej w razie przejęcia nad nią kontroli przez jakąkolwiek osobę lub grupę osób; obowiązek oferenta zaproponowania dotychczasowym akcjonariuszom mniejszościowym godziwej ceny za wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe spółki przejmowanej (prawo

²³⁵ Szerzej na temat problemu równomiernego uczestnictwa akcjonariuszy mniejszościowych w tzw. premii za kontrolę – zob. wyżej.

akcjonariuszy mniejszościowych do równomiernej partycypacji w tzw. premii za kontrolę); równe traktowanie akcjonariuszy mniejszościowych przejmowanej spółki na każdym etapie oferty przejęcia; a także transparentność informacyjną oferty przejęcia spółki publicznej (prawo akcjonariuszy mniejszościowych, a *de facto* całego rynku do pełnej i rzetelnej informacji na temat warunków oferty oraz procesu przejęcia).

Odnosząc wymienione powyżej standardy dyrektywy ws. ofert przejęcia do kształtu obowiązującej aktualnie w naszym porządku prawnym regulacji wezwań majoryzacyjnych, czyli, innymi słowy, chcąc dokonać oceny polskiej implementacji unijnych standardów w sferze przejmowania kontroli nad spółkami giełdowymi, należy zwrócić uwagę, że przyjęte w art. 73 i art. 74 ustawy o ofercie publicznej unormowania mogą budzić wątpliwości co do zgodności z wzorcem europejskim. W szczególności, rudymmentarny jak zostało wyjaśnione art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia wymaga od państw członkowskich przyznania wszystkim akcjonariuszom mniejszościowym prawa całkowitego „wyjścia” (ang. *exit right*) ze zmajoryzowanej spółki publicznej. Takiego prawa nie gwarantuje natomiast w naszym porządku prawnym wezwanie z art. 73 ustawy o ofercie publicznej, zaś czyni to (dopiero) wezwanie, o którym mowa w art. 74 tejże ustawy – zapewniające dotychczasowym akcjonariuszom możliwość pełnego „wyjścia” ze spółki w razie osiągnięcia przez dominującego inwestora 66% udziału w ogólnej liczbie głosów. Zdaniem zwolenników typowo formalistycznego stanowiska żadnego z omawianych wezwań nie można uznać za odpowiednik oferty przejęcia, o której mowa w dyrektywie ws. ofert przejęcia. Rozwiązanie przyjęte w art. 73 ustawy o ofercie publicznej nie umożliwia bowiem całkowitego „wyjścia” ze zmajoryzowanej spółki giełdowej (uprawnia pozostałych akcjonariuszy jedynie do częściowego ograniczenia dotychczas posiadanego udziału). Z kolei pełne „wyjście” ze spółki giełdowej możliwe jest w oparciu o regulację art. 74 ustawy o ofercie publicznej, ale dopiero w związku z osiągnięciem przez dominującego akcjonariusza progu 66% ogólnej liczby głosów, który niewątpliwie trudno jest uznać za próg przejęcia faktycznej kontroli, albowiem nawet gdyby związać poziom uzyskania faktycznej kontroli w spółce publicznej ze *stricte* formalną przesłanką bezwzględnej większości głosów, to wynosiłby on już ponad 50% ogólnej liczby głosów w spółce, a nie dopiero 66% tej liczby.²³⁶ Z drugiej strony jednak, dokonaną na gruncie polskiej regulacji implementację wymogów art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia należy interpretować w nieco szerszym kontekście ekonomicznym – podobnie notabene jak poszczególne standardy źródłowej dyrektywy unijnej. Przede wszystkim,

²³⁶ Por. K. Oplustil, *Harmonizacja...*, *op. cit.*, s. 53; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 419-420.

rozwiązania przyjęte obecnie w art. 73 i art. 74 ustawy o ofercie publicznej mają relatywnie uniwersalny charakter z punktu widzenia nadrzędnego celu dyrektywy ws. ofert przejęcia, jakim jest ochrona interesów akcjonariuszy (mniejszościowych) na rynku giełdowym. Jak trafnie zauważa A. Chłopecki, aktualna regulacja wezwań majoryzacyjnych nie przyjmując umownego w sumie progu kontroli na zbyt niskim poziomie, umożliwia akcjonariuszom mniejszościowym wyjście ze spółki, nie wymuszając przy tym działań, które *de facto* mogłyby zaszkodzić ich inwestycji.²³⁷ Jako taka, obecna regulacja jest zatem ogólnie korzystna „zarówno dla rynku, jak i dla tych inwestorów, którzy traktują posiadane akcje jako interesującą lokatę kapitału (...) i chcą przy niej (inwestycji) pozostać” w celu osiągnięcia jak najwyższej stopy zwrotu – pomimo zmajoryzowania spółki giełdowej przez dominującego akcjonariusza.²³⁸

Ponadto, nasz rynek giełdowy pozostaje wciąż rynkiem rozwijającym się, a zważywszy na kierunki przemian ustrojowych i gospodarczych zaszłych w ostatnim dwudziestopięcioleciu, struktura akcjonariatu większości krajowych spółek publicznych pozostaje wyraźnie skoncentrowana. Oznacza to, że w warunkach polskich faktyczne przejęcie kontroli nad tymi spółkami polega z reguły na wykupie całego pakietu należącego do dominującego akcjonariusza lub jego grupy, a tym samym na osiągnięciu udziału dającego co najmniej 50% ogólnej liczby głosów.²³⁹ W tym kontekście wszelkie uwagi prawnoporównawcze (wskazujące, że w poszczególnych państwach członkowskich Unii Europejskiej ustawowe progi kontroli związane z wymogiem złożenia oferty przejęcia oscylują w okolicy 30% głosów), zdają się mieć marginalne znaczenie. Nie bez powodu zresztą prawodawca europejski pozostawił państwom członkowskim w omawianym zakresie możliwość zaadaptowania wewnętrznej regulacji do specyfiki rynku giełdowego danego kraju. Rozwiązania typowe w innych państwach europejskich, w szczególności zachodnich, gdzie często występują spółki o rozproszonym akcjonariacie, nie muszą bowiem sprawdzać się na naszym rynku giełdowym. Specyficzne uwarunkowania polskiego rynku giełdowego trzeba więc mieć na uwadze przy ocenie sposobu implementacji źródłowych rozwiązań dyrektywy ws. ofert przejęcia do art. 73 i art. 74 ustawy o ofercie publicznej.²⁴⁰

Warto jeszcze uzupełnić w związku z analizą europejskiego wzorca normatywnego regulacji wezwań majoryzacyjnych, że nie stałaby z tymże wzorcem w sprzeczności procedura umożliwiająca przeprowadzenie *ad casum* dowodu na okoliczność czy aby w

²³⁷ *Ibidem*, s. 420.

²³⁸ *Ibidem*.

²³⁹ Por. A. Chłopecki (w:) K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Puksztó, *op. cit.*, s. 307.

²⁴⁰ Odmienne M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 350.

danym przypadku doszło bądź nie do faktycznego przejęcia kontroli nad spółką publiczną.²⁴¹ *De lege ferenda* polski ustawodawca mógłby rozważyć wdrożenie takiego rozwiązania do przepisów poświęconych wezwaniom majoryzacyjnym, albowiem w sytuacjach wątpliwych lub, co gorsza, konfliktowych mogłoby ono dostarczać pożyteczne i jednoznaczne rozstrzygnięcia.

1.5.3.4. Wezwanie związane z przekroczeniem 33% ogólnej liczby głosów (art. 73 ustawy o ofercie publicznej)

1.5.3.4.1. Obowiązek ogłoszenia wezwania uprzedniego – art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej

Ustawa o ofercie publicznej, w myśl tego, co było już powiedziane we wcześniejszych punktach tego rozdziału rozprawy, wprowadza rozróżnienie na wezwania uprzednie (pierwotne) oraz następcze (wtórne). Zasadą w naszym porządku prawnym jest, że wezwania służące przejmowaniu kontroli nad spółką publiczną mają postać uprzednią, tzn. obowiązek ich ogłoszenia poprzedza osiągnięcie zamierzonego – kwalifikowanego pułapu liczby głosów. Do tego rodzaju wezwań na akcje zalicza się mechanizm uregulowany w art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, który wiąże zamiar przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej z koniecznością przeprowadzenia w tymże celu wezwania na akcje dające 66% tejże liczby głosów.

Zgodnie z art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów spółki giełdowej może nastąpić, z zastrzeżeniem przypadków określonych w ust. 2 tego artykułu, tylko w ten sposób, że akcjonariusz (lub także inwestor nieposiadający dotychczas żadnych akcji spółki) musi ogłosić wcześniej wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tejże spółki w liczbie zapewniającej mu osiągnięcie pułapu 66% ogólnej liczby głosów – z wyjątkiem sytuacji, kiedy ów akcjonariusz zamierzając przekroczyć próg 33% ogólnej liczby głosów planuje zarazem przekroczyć pułap 66% tej liczby głosów (w takim przypadku obowiązuje go donioślejsza regulacja przewidziana w art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, o której będzie mowa poniżej). Przytoczona konstrukcja przepisu art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej wskazuje zatem wyraźnie, że zamiar uzyskania w spółce publicznej udziału większego niż 33% głosów może się ziścić wyłącznie w trybie

²⁴¹ Tego rodzaju procedurę przewiduje m.in. ustawodawstwo niemieckie, brytyjskie lub włoskie – por. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 417, 419–420.

ogłoszenia wezwania obejmującego swoim zasięgiem akcje dające 66% w całkowitej liczbie głosów danej spółki.²⁴² W tym kontekście należy przypomnieć o dwóch oczywistych kwestiach. Po pierwsze, że omawiane wezwanie na akcje (tak, jak każde inne) stanowi propozycję zaadresowaną do wszystkich pozostałych akcjonariuszy spółki publicznej, co *de facto* oznacza, że jego rezultat jest zależny od ich decyzji, a tym samym nie jest z góry przesądzony – tj. wzywający może nie osiągnąć wcale w wyniku przeprowadzonego wezwania zamierzonego stanu posiadania (co, rzecz jasna, nie zwalnia go w żadnym razie z ustawowego obowiązku). Po drugie, że osiągnięcie lub przekroczenie określonego progu procentowego ogólnej liczby głosów w spółce publicznej nie zawsze oznacza uzyskanie takiego samego udziału w kapitale akcyjnym spółki, albowiem występować w nim mogą akcje uprzywilejowane bądź akcje nieme, a co za tym idzie, np. akcjonariusz, który nie posiadał dotychczas żadnych akcji w spółce giełdowej, a w rezultacie przeprowadzonego wezwania z art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej osiągnął w tej spółce pułap 40% ogólnej liczby głosów nabywając wyłącznie akcje uprzywilejowane co do głosu (w ten sposób, że na jedną akcję przypada prawo dwóch głosów), w istocie posiadał jedynie 20% akcji (udziału) w kapitale zakładowym spółki.

Uzupełnić także wypada, że dalsze zwiększanie stanu posiadania przez akcjonariusza, który dokonał już wezwania z art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej nie będzie powodowało ponownego powstania tegoż obowiązku. Ponowne ogłoszenie analizowanego w tej części pracy wezwania majoryzacyjnego jest obowiązkowe jedynie wówczas, gdy udział procentowy akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów w spółce giełdowej spadł poniżej progu 33% ogólnej liczby głosów, a następnie ów akcjonariusz ma zamiar ponownie przekroczyć tenże pułap liczby głosów.²⁴³

1.5.3.4.2. Obowiązek ogłoszenia wezwania następczego – art. 73 ust. 2 i 3 ustawy o ofercie publicznej

We współczesnym obrocie papierami wartościowymi na rynku giełdowym zachodzą sytuacje, w których istotna zmiana stanu zaangażowania w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej wynika niekiedy z okoliczności uniemożliwiających wcześniejsze przeprowadzenie wezwania na akcje. Tego rodzaju sytuacje mogą zaistnieć m.in. w związku z

²⁴² Zob. szerzej np. P. Sokal, *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 32; S. Rudnicki, M. Śliwa (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 295; A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 437.

²⁴³ Por. K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 429.

przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów. Choć sytuacje takie wynikają niekiedy ze zdarzeń całkowicie niezależnych od akcjonariusza, którego udział wzrósł ponad kwalifikowany poziom liczby głosów w spółce publicznej, to jednak ze względów celowościowych stojących u podstaw instytucji wezwań majoryzacyjnych, prawodawca zasadniczo, i tak, wymaga wykonania obowiązku ogłoszenia wezwania – z tym, że o charakterze następczym, czyli realizowanego po przekroczeniu ustawowego pułapu 33% ogólnej liczby głosów w spółce. Przypadki, których wystąpienie generuje obowiązek przeprowadzenia wezwania następczego w związku z przekroczeniem wskazanego progu liczby głosów spółki giełdowej określone są w art. 73 ust. 2 oraz ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, choć już w tym miejscu wypada podkreślić, że ustęp 3 odnosi się do sytuacji całkowicie wyjątkowej, dotyczącej dziedziczenia akcji.

W myśl art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej obowiązek ogłoszenia wezwania następczego na akcje zapewniające osiągnięcie pułapu 66% w ogólnej liczbie głosów występuje w razie dokonanego już przekroczenia progu 33% tej liczby głosów w wyniku: pośredniego nabycia akcji, objęcia akcji nowej emisji, nabycia akcji w ramach oferty publicznej lub wnoszenia ich do spółki jako aportu, połączenia lub podziału spółki, zmiany statutu spółki, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego. Jak zatem widać katalog zdarzeń, w rezultacie których zachodzą przesłanki obowiązku ogłoszenia wezwania następczego z art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej wskazuje w istocie na rozmaite okoliczności – związane np. z obrotem akcjami przy wykorzystaniu struktur dominacji i zależności, zmianami kapitału zakładowego spółki publicznej, procesami restrukturyzacyjnymi czy korporacyjnymi. Szczególną uwagę należy jednak zwrócić na ostatni spośród przypadków wymienionych przez ustawodawcę w przedmiotowym przepisie, a mianowicie zajście dowolnego zdarzenia prawnego, innego niżeli czynność prawna. Sposób sformułowania owego przypadku – wypada założyć, że zamierzony przez naszego prawodawcę – wskazuje bowiem, że przedstawiony wyżej katalog sytuacji, których zaistnienie wiąże się z powinnością przeprowadzenia wezwania następczego pozostaje *de facto* otwarty.²⁴⁴

Ze względu na specyfikę sytuacji wymienionych w art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej omawiany niniejszym obowiązek ogłoszenia wezwania następczego nie ma charakteru absolutnego. Formalnie rzecz biorąc, podmiot, którego udział w ogólnej liczbie głosów spółki publicznej przekroczył 33% w rezultacie którejkolwiek sytuacji spośród tych

²⁴⁴ Zob. S. Rudnicki, M. Śliwa (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. 2. wydanie..., op. cit., s. 295-296.

opisanych w przedmiotowym przepisie, obowiązany jest bowiem, w terminie 3 miesięcy od momentu przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów, alternatywnie, do ogłoszenia analizowanego wezwania na akcje w ilości umożliwiającej osiągnięcie 66% tejże liczby głosów albo do zbycia takiej ilości posiadanych akcji, że jego stan zaangażowania spadnie z powrotem do nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów. W kontekście zatem możliwości wyboru po stronie akcjonariusza obowiązkowi przeprowadzenia wezwania następczego z art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej można przyznać charakter opcjonalny. Ponadto, w myśl dyspozycji art. 73 ust. 2 *in fine* ustawy o ofercie publicznej, akcjonariusz, którego udział przekroczył pułap 33% ogólnej liczby głosów z efekcie któregokolwiek ze zdarzeń wymienionych w tymże przepisie nie będzie zobligowany ani do ogłoszenia omawianego wezwania następczego, ani do zbycia posiadanej nadwyżki akcji w terminie 3 miesięcy od dnia przekroczenia tegoż pułapu liczby głosów – jeżeli w terminie tym jego udział ulegnie niejako „samoczynnemu” zmniejszeniu do nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów w związku z podwyższeniem kapitału zakładowego spółki, zmianą jej statutu lub wygaśnięciem uprzywilejowania akcji.

Zjawiskiem mającym całkowicie szczególne znaczenie na tle regulacji poświęconych zwiększaniu stanu posiadania i towarzyszących temu wezwań na akcje jest dziedziczenie, w rezultacie którego dochodzi do przekroczenia kwalifikowanego progu udziału w spółce giełdowej. W sytuacji takiej konieczne jest bowiem skonfrontowanie założeń funkcjonalnych (ekonomicznych) stojących u podstaw instytucji wezwań z nieulegającą kwestii potrzebą ochrony praw i interesów spadkobierców.²⁴⁵ W związku z tym ustawodawca zdecydował, że przekroczenie ustawowego progu 33% ogólnej liczby głosów w wyniku dziedziczenia, co do zasady, w ogóle nie wymaga ogłoszenia wezwania na akcje. Warunkiem wyłączenia analizowanego obowiązku wobec spadkobiercy – akcjonariusza jest jednakże brak dalszego zwiększania przez niego udziału w spółce giełdowej, której akcje odziedziczył. W myśl bowiem przepisu art. 73 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, które nastąpiło w wyniku dziedziczenia uruchamia obowiązek ogłoszenia wezwania następczego, zgodnie z ust. 2 tego samego artykułu, tylko wtedy, kiedy po takim dziedziczeniu udział spadkobiercy w liczbie głosów uległ dalszemu zwiększeniu (*de iure* choćby o jeden głos). 3-miesięczny termin wykonania tego obowiązku liczy się zaś od dnia, w którym nastąpiło zdarzenie powodujące dalsze zwiększenie

²⁴⁵ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 458-459; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 359-361.

partycypacji spadkobiercy w ogólnej liczbie głosów.²⁴⁶ Należy przy tym zauważyć, że przepis art. 73 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej pozostaje otwarty jeśli chodzi o okoliczności stojące u źródła dalszego zwiększenia stanu posiadania przez spadkobiercę – akcjonariusza. Oznacza to, że obowiązek przeprowadzenia następczego wezwania powstanie zarówno w razie nabycia przez spadkobiercę kolejnych akcji w spółki publicznej w drodze transakcji giełdowej, jak i w efekcie zdarzeń bezpośrednio od niego niezależnych, jak np. obniżenie kapitału zakładowego i umorzenie części akcji spółki (z wyjątkiem jednakże sytuacji kolejnego dziedziczenia).²⁴⁷ Specjalne – znacznie mniej rygorystyczne – ujęcie regulacji wezwania majoryzacyjnego związanego z przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej w odniesieniu do przypadku dziedziczenia tłumaczy zresztą założenie dyscyplinowania obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych dokonywanego *inter vivos*, a nie na wypadek śmierci.²⁴⁸

1.5.3.4.3. Zakres regulacji

Wezwanie, którego ogłoszenie w trybie uprzednim bądź następczym stanowi przedmiot obowiązków uregulowanych, odpowiednio, w przepisach art. 73 ust. 1 bądź ust. 2 i 3 ustawy o ofercie publicznej związane jest, jak zostało już wyjaśnione, z przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Uzyskanie zatem zaangażowania na poziomie dającym jakkolwiek większą liczbę głosów w spółce publicznej niż na poziomie 33% zasadniczo może nastąpić tylko w oparciu o mechanizm wezwania (w efekcie przeprowadzonego wezwania), a w wyjątkowych sytuacjach – gdy doszło już do faktycznego przekroczenia takiego poziomu – generuje następczą powinność realizacji wezwania. Niezależnie jednak od okoliczności powstania omawianego niniejszym obowiązku i jego wariantu, to jest zarówno w przypadku unormowanym w art. 73 ust. 1, jak w sytuacjach, o których mowa w art. 73 ust. 2 i 3 ustawy o ofercie publicznej, zakres wezwania dotyczącego przekroczenia pułapu 33% ogólnej liczby głosów prezentuje się *de facto* tak samo. W każdym bowiem razie od podmiotu zobowiązanego do ogłoszenia analizowanego wezwania wymagane jest złożenie wobec wszystkich pozostałych akcjonariuszy spółki giełdowej oferty nabycia akcji w ilości gwarantującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów (rzeczywisty

²⁴⁶ Oznacza to, że wizja aktualizacji obowiązku ogłoszenia wezwania następczego w stosunku do spadkobiercy ma *de facto* charakter bezterminowy, tzn. może się ziścić niezależnie od tego jaki czas upłynął od daty nabycia akcji w drodze dziedziczenia, o ile spadkobierca nabędzie kolejne akcje spółki publicznej. Por. K. Haładaj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 431.

²⁴⁷ Zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 359-361.

²⁴⁸ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 30.

zakres przedmiotowy wezwania, czyli liczbę akcji, na które faktycznie konkretne wezwanie jest ogłaszane, determinuje jednakowoż w praktyce wynik rachunku polegającego na odjęciu od liczby akcji dających 66% ogólnej liczby głosów w spółce liczbę akcji będących już w posiadaniu podmiotu podlegającego obowiązkowi wezwania). Nie ma przy tym znaczenia rodzaj akcji należących do pozostałych akcjonariuszy, ani to czy dane akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, czy też nie są i zachowują postać zmaterializowaną. Zamierzając nabyć akcje dające więcej niż 33% ogólnej ilości głosów w spółce giełdowej inwestor musi być w praktyce przygotowany – w myśl swej propozycji stanowiącej treść wezwania – na zakup 2-krotnie większej liczby akcji (*de iure* akcji dających 2-krotnie większą liczbę głosów), a z drugiej strony musi też liczyć się z tym, że ostateczna liczba akcji, którą nabędzie w trybie wezwania (a tym sposobem także udział w liczbie głosów, jaki zostanie osiągnięty) zależy wyłącznie od woli pozostałych akcjonariuszy, do których zaadresowane jest wezwanie.²⁴⁹

Omawiając problematykę zakresu przedmiotowego regulacji wezwania na akcje z art. 73 ustawy o ofercie publicznej (zresztą odpowiednio w kontekście zakresu wezwania uregulowanego w art. 74 tejże ustawy) warto także odnieść się do częstej w praktyce obrotu giełdowego sytuacji, w której – w wyniku rozmaitych zdarzeń (z reguły zamierzonych działań akcjonariuszy) – wezwanie na akcje może być ogłoszone wyłącznie na akcje dające kilka lub nawet mniej niż jeden procent ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, a więc faktycznie nieporównywalnie mniej niż wynika to z zakresu przepisów art. 73 ustawy o ofercie publicznej. Przykładowo, w przypadku zawarcia porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej przez akcjonariusza „A” posiadającego akcje uprawniające do 32% ogólnej liczby głosów z akcjonariuszem „B” posiadającym akcje dające również 32% ogólnej liczby głosów, udziały obydwu akcjonariuszy podlegają zsumowaniu na potrzeby związane z powstaniem i realizacją obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej (o czym będzie mowa w dalszych częściach pracy), a w rezultacie dochodzi do przekroczenia przez nich, z chwilą zawarcia porozumienia, progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce (posiadają łącznie 64% ogólnej liczby głosów i udział ten należy traktować tak, jak gdyby stanowili oni jeden podmiot). Tym samym dochodzi też do przejęcia przez wskazanych akcjonariuszy „A” i „B” kontroli nad spółką, pomimo braku zadośćuczynienia obowiązkowi ogłoszenia uprzedniego wezwania na akcje w liczbie gwarantującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów przez któregokolwiek z nich. W przypadku takim powstaje natomiast, w myśl art. 87 ust. 1 pkt 6) ustawy o ofercie publicznej, obowiązek ogłoszenia następczego wezwania na akcje – również w liczbie gwarantującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów – niemniej jednak faktycznie liczba ta będzie całkowicie zmarginalizowana, albowiem wezwanie, które akcjonariusze ci obowiązani będą ogłosić obejmować

²⁴⁹ Szczegółowo nt. charakteru prawnego wezwania oraz sposobu zawierania umów sprzedaży lub zamiany akcji w trybie wezwania zob. pkt 1.5.5. poniżej.

musi swym zakresem akcje w liczbie odpowiadającej wyłącznie 2% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej (w związku z zawarciem porozumienia „posiedli” już 64% ogólnej liczby głosów).²⁵⁰ Opisany przypadek, jakkolwiek z formalnego punktu widzenia zrozumiały i nie prowokujący żadnych kontrowersji, powodować może jednak pewne wątpliwości natury materialnej, które wymagają wyjaśnienia. Otóż, formalnie rzecz biorąc, nie ulega kwestii prawo akcjonariusza „A” oraz akcjonariusza „B” do zawarcia ze sobą porozumienia w sprawie, dajmy na to, prowadzenia trwałej polityki wobec spółki ani nie powinna być podważana, na tle formalnym, ważność takiego porozumienia. Faktyczne (materialne) skutki jego zawarcia są jednak dwojakie. Po pierwsze, są to skutki zgodne z istotą takiego rodzaju porozumienia oraz celem stojącym u podstaw jego zawarcia (przynajmniej pozornie), tj. uzyskanie możliwości wspólnego faktycznego wpływania na organizację spółki czy kierunki jej działalności (politykę). Po drugie zaś, skutki zawarcia przedmiotowego porozumienia są też takie, że żaden z akcjonariuszy (ani akcjonariusz „A”, ani akcjonariusz „B”) nie musi ogłaszać indywidualnie, w związku z przekroczeniem progu kontroli, wezwania na akcje w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej (w braku porozumienia każdy z tych akcjonariuszy – chcąc przejąć faktyczną kontrolę nad spółką – musiałby przeprowadzić wezwanie opiewające na akcje w liczbie odpowiadającej 34% ogólnej liczby głosów w spółce i być realnie przygotowany na ich nabycie), a jedynie są oni zobowiązani ogłosić, jako podmioty działające w porozumieniu, wezwania na akcje stanowiące „symboliczne” 2% ogólnej liczby głosów. Korzyść materialna dla akcjonariusza „A” i akcjonariusza „B”, płynąca tylko z tytułu związania się przez nich przedmiotowym porozumieniem, jest więc niebagatelna.²⁵¹ W kontekście przedstawionych skutków faktycznych opisanego porozumienia pojawia się zatem zasadnicze pytanie, czy działanie akcjonariusza „A” i akcjonariusza „B” polegające na zawarciu tegoż porozumienia jest zgodne z prawem (biorąc pod uwagę jedynie formalną prawidłowość porozumienia), czy jednak aby działanie (porozumienie) to nie nosi znamion czynności dokonanej *in fraudem legis*, a tym samym jest nieważne *ex lege* i *ab initio*, ponieważ w rzeczywistości zmierza do zrealizowania celu, którego osiągnięcie jest prawem zakazane (do przekroczenia progu faktycznej kontroli nad spółką publiczną z pominięciem obowiązku ogłoszenia uprzedniego wezwania, jak również bardzo istotnego ograniczenia prawa wyjścia [ang. „*exit right*”] pozostałych akcjonariuszy spółki)? Należy bowiem zwrócić w tym miejscu uwagę, że, zgodnie z utrwalonym w doktrynie i orzecznictwie poglądem, działanie określane mianem tzw. obejścia prawa (łac. *in fraudem legis*) oznacza sytuację, która polega

²⁵⁰ Zob. Stanowisko UKNF z maja 2007 r. w sprawie realizacji obowiązku z art. 73 ustawy o ofercie publicznej przez podmioty działające w porozumieniu, sygn. akt DPP-P-004/2007 – dokument dostępny na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/art_72_i_73_ustawy_o_ofercie_1838.pdf (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

²⁵¹ W praktyce, w zależności od okoliczności faktycznych lub relacji personalnych, korzyść ta może być niebagatelna tylko dla akcjonariusza „A” albo tylko dla akcjonariusza „B” – w szczególności wtedy, kiedy jeden z nich stanowi „mózg” operacji, a drugi odgrywa rolę pasywną, będąc w ramach zawartego porozumienia jedynie formalnym ogniwem, choć chciałoby się w dobitny sposób rzec, zapożyczając adekwatne określenie z języka potocznego, że jedynie tzw. „figurantem” lub „słupem”.

na takim ukształtowaniu danej czynności prawnej, iż z formalnego punktu widzenia (pozornie) nie sprzeciwia się ona obowiązującym przepisom prawa, ale w rzeczywistości (w znaczeniu materialnym) prowadzi do zrealizowania celu, którego faktyczne osiągnięcie za sprawą tej czynności jest z przepisami prawa sprzeczne.²⁵²

Odpowiedź na powyższe pytanie zależy rzecz jasna od kazuistycznej oceny konkretnych okoliczności faktycznych (w szczególności oceny rzeczywistych zamiarów i, prawdopodobnie, niepisanych ustaleń akcjonariuszy „A” i „B”), których zbadanie wymagałoby przeprowadzenia szeregu dowodów: z przesłuchania stron, z zeznań ewentualnych świadków, z dokumentów w postaci np. jakiejś wzajemnej korespondencji pisemnej lub elektronicznej itp., a przecież instrumenty ku gromadzeniu takowych dowodów posiada wyłącznie sąd, który mógłby, w ramach postępowania ustalającego potencjalną nieważność opisanego porozumienia, oceniać czy jego zawarcie miało faktycznie na celu obejście prawa, czy też nie (zdaje się, że interesem prawnym w wytoczeniu stosownego powództwa ustalającego legitymowałby się, przede wszystkim, każdy z pozostałych akcjonariuszy spółki, których możliwość wycofania się z inwestycji została istotnie ograniczona w wyniku porozumienia akcjonariusza „A” z akcjonariuszem „B”). Niezależnie od trudności dowodowych, warto jednak na łamach tutejszej analizy wskazać właściwe kierunki rozstrzygnięcia problemu, czyli sprecyzować jakie okoliczności faktyczne towarzyszące działaniu akcjonariusza „A” oraz „B” nakazują uznać, że zawarte przez nich porozumienie jest legalne (ważne), a kiedy stan faktyczny świadczy o tym, że ich działanie ma tak naprawdę na celu obejście regulacji art. 73 ustawy o ofercie publicznej.

Otóż, stanąć należy na stanowisku, iż wtedy, kiedy ogół okoliczności faktycznych – zweryfikowanych na przestrzeni jakiegoś miarodajnego odcinka czasu – potwierdza, iż cel porozumienia zawartego przez akcjonariusza „A” i „B” w postaci wspólnego oddziaływania na spółkę został poparty rzeczywistymi i spójnymi działaniami (korporacyjnymi czy strategicznymi) tych akcjonariuszy, to nie sposób zarzucić takiemu porozumieniu pozornie. Dajmy na to, gdy po zawarciu

²⁵² Zob. np. wyrok SN z dnia 23 lutego 2006 r., sygn. akt II CSK 101/05, SIP LEX nr 180197, wedle którego: „Przez czynność prawną mającą na celu obejście ustawy należy przy tym rozumieć czynność wprowadzającą nieobjętą zakazem ustawowym, ale przedsięwziętą w celu osiągnięcia skutku zakazanego przez ustawę. Jak podkreśla się w doktrynie, czynność mająca na celu obejście ustawy zawiera pozór zgodności z ustawą, ponieważ jej treść nie zawiera elementów wprost sprzecznych z ustawą, ale skutki, które wywołuje i które objęte są zamiarem stron, naruszają zakazy lub nakazy ustawowe. Chodzi tu o zakazy lub nakazy wynikające z norm bezwzględnie obowiązujących (łac. *iuris cogentis*) oraz semiimperatywnych, gdyż tylko one zabraniają kształtowania stosunków prawnych w sposób z nimi niezgodny. Funkcja art. 58 k.c. – jak podkreślono w doktrynie – polega natomiast na tym, aby zapobiegać powstawaniu stosunków prawnych przez system prawny zakazanych. Wspomniane zakazy lub nakazy mogą wynikać z norm rangi ustawowej każdej z gałęzi prawa, także z norm prawa publicznego”. Por. także wyrok SN z dnia 5 lipca 2012 r., sygn. akt I UK 101/12, SIP LEX nr 1250560; wyrok SN z dnia 14 listopada 2012 r., sygn. akt I UK 247/12, SIP LEX nr 1274955; oraz wyrok SN z dnia 18 marca 2014 r., sygn. akt II UK 374/13, OSNP 2015, Nr 7, poz. 96 z głosem częściowo krytyczną R. Pacuda – R. Pacud, *Głosa do wyroku SN z dnia 18 marca 2014 r., II UK 374/13*, OSP 2016, Nr 2, poz. 21. Zob. również A. Chłopecki, *Wykorzystanie konstrukcji umowy ubezpieczenia na rynku finansowym a problem tzw. obejścia prawa*, PPH 2013, Nr 2, s. 7 – jak podkreśla ów autor „obejściem prawa jest jedynie taka sytuacja, która prowadzi, za pomocą legalnych działań, do sytuacji faktycznej i prawnej sprzecznej z obowiązującymi przepisami, a ściślej z normami *explicite* wyrażonymi przez ustawodawcę”.

przedmiotowego porozumienia akcjonariusze „A” i „B” wspólnie występują z inicjatywą zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia, proponując porządek obrad, który obejmuje uchwały mające za przedmiot np. wprowadzenie zmian personalnych w spółce, zmianę polityki wynagrodzeń, podwyższenie kapitału zakładowego poprzez emisję nowych akcji czy wyraźną zmianę przedmiotu działalności spółki, po czym biorą udział w walnym zgromadzeniu i głosują każdorazowo w spójny sposób nad projektowanymi uchwałami tego zgromadzenia doprowadzając do ziszczenia się zaproponowanych zmian, to działania takie stanowią ewidentnie o zgodności zawartego przez nich porozumienia z rzeczywistym celem, któremu ma ono służyć, a więc wykluczają uznanie go za czynność mającą na celu obejście regulacji art. 73 ustawy o ofercie publicznej. Nie da się ukryć, że i w takich okolicznościach akcjonariusz „A” i akcjonariusz „B” osiągnęli dodatkową korzyść dzięki zawarciu porozumienia, albowiem istotnie ograniczyło ono zakres spoczywającego na nich obowiązku przeprowadzenia wezwania na akcje, natomiast okoliczności te uzasadniają, moim zdaniem, uznanie, iż korzyść ta nie była zamierzonym (prawdziwym) celem zawarcia przedmiotowego porozumienia, lecz zaistniała jedynie przy okazji, stanowiąc swoisty skutek uboczny podjętej przez nich czynności. Zresztą, na podobnej zasadzie, policjant wstępuje w szeregi policji, co do zasady, po to, aby stać na straży porządku publicznego, a przy okazji zyskuje np. możliwość nieprzestrzegania, w określonych okolicznościach, przepisów prawa ruchu drogowego. Byłoby absurdem uznanie, iż jego służba jest jedynie legalnym pretekstem do tego, aby mógł urządzić sobie uliczne wyścigi na sygnale, nie ponosząc z tego tytułu takich konsekwencji, jakimi należałoby go obciążyć w sytuacji, gdyby policjantem nie został. Tak więc w opisanych okolicznościach faktycznych należy z pewnością odrzucić tezę o obejściu prawa (art. 73 ustawy o ofercie publicznej) przez akcjonariuszy „A” i „B”. Ponadto, niezależnie od opisanych okoliczności, należy zauważyć, że porozumienie pomiędzy akcjonariuszami spółki publicznej mające za przedmiot czy to nabywanie akcji tejże spółki, czy to zgodne głosowanie na walnym zgromadzeniu, czy to prowadzenie trwałej polityki wobec spółki – zostało *expressis verbis* przewidziane przepisami prawa (art. 87 ust. 1 pkt 5] ustawy o ofercie publicznej). Ponieważ przedmiot tego porozumienia – przynajmniej jeśli chodzi o swoistą klauzulę generalną, jaką jest prowadzenie trwałej polityki wobec spółki – został sformułowany przez ustawodawcę wyjątkowo nieprecyzyjnie i daje szerokie pole do interpretacji²⁵³, to, w zasadzie, nawet, gdyby akcjonariusze „A” i „B” nie podjęli w rzeczywistości, w wykonaniu zawartego ze sobą porozumienia, tak wyraźnych działań ukierunkowanych na wspólne wpływanie na spółkę, jak te opisane powyżej, to, i tak, należy odrzucić tezę o obejściu przez nich prawa (polegającego na obejściu obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje w zakresie przewidzianym w art. 73 ustawy o ofercie publicznej). Niedoskonałość (niejasność) regulacji ustawowej nie może bowiem obciążać uczestników

²⁵³ Jak słusznie twierdzi A. Chłopecki „Najbardziej dyskusyjne zdaje się porozumienie w kwestii «prowadzenia trwałej polityki wobec spółki». Trudno określić takie sformułowanie zawarte w przepisach prawa jako inne niż rażąco nieprecyzyjne. Powstaje pytanie, czy chodzi o interakcje wewnątrz korporacyjne, zawierane umowy, politykę personalną obsadzania władz spółki itd.? (...) Każdorazowa ocena musi dokonywać się *ad casum*.” – zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 571-572.

obrotu giełdowego. W takim przypadku należy opowiedzieć się za zasadą rozstrzygnięcia wątpliwości na korzyść jednostki (łac. *in dubio pro libertate*), a więc w analizowanej sytuacji odstąpić od kwalifikacji porozumienia zawartego przez akcjonariusza „A” z akcjonariuszem „B” jako działania *in fraudem legis*.²⁵⁴ W rezultacie, przeprowadzony wywód prowadzi do wniosku, że wyłącznie wtedy, kiedy zbadanie okoliczności faktycznych analizowanej sytuacji dowodzi, iż akcjonariusze „A” oraz „B” nie podjęli w ramach realizacji postanowień zawartego pomiędzy sobą porozumienia żadnych działań korespondujących ze wspólnym oddziaływaniem na organizację czy działalność gospodarczą spółki (prowadzeniem trwałej polityki wobec spółki), można zasadnie stwierdzić, iż zawarcie przedmiotowego porozumienia stanowiło jedynie pretekst formalny służący w rzeczywistości (w znaczeniu materialnym) osiągnięciu celu w postaci przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce, w sposób sprzeczny z obowiązującymi przepisami prawa (z pominięciem obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje w liczbie zapewniającej akcjonariuszom mniejszościowym realną możliwość częściowego lub całkowitego wycofania się z inwestycji w akcje *de facto* majoryzowanej spółki publicznej). W pozostałych przypadkach, tj. kiedy weryfikacja okoliczności faktycznych związanych z zawarciem porozumienia przez akcjonariusza „A” z akcjonariuszem „B” prowadzi do oceny, iż przedmiot tego porozumienia (zgodne interakcje wewnątrz korporacyjne) w jakikolwiek sposób został wykonany lub jest wykonywany, należy zdecydowanie odrzucić zarzut obejścia ustawy i zaakceptować, jako legalny, stan rzeczy, w którym, w wyniku zawarcia danego porozumienia, zakres obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje z art. 73 ustawy o ofercie publicznej uległ znacznemu ograniczeniu, tj. obowiązek ogłoszenia wezwania uprzedniego został zastąpiony przez obowiązek ogłoszenia wezwania następczego, które *de facto* objąć musi wyłącznie akcje w liczbie odpowiadającej kilku (w omówionym przykładzie dwóm) procentom ogólnej liczby głosów w spółce.²⁵⁵

1.5.3.5. Wezwanie związane z przekroczeniem 66% ogólnej liczby głosów (art. 74 ustawy o ofercie publicznej)

1.5.3.5.1. Obowiązek ogłoszenia wezwania uprzedniego – art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej

²⁵⁴ Por. A. Chłopecki, *Wykorzystanie...*, *op. cit.*, s. 8.

²⁵⁵ Odpowiednie wnioski, jak te zaprezentowane powyżej na tle problematyki obejścia regulacji art. 73 ustawy o ofercie publicznej, należy wyciągnąć w odniesieniu do oceny sytuacji przekroczenia progu 66% ogólnej liczby głosów w rezultacie zawarcia porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej, jako ewentualnego obejścia regulacji art. 74 ustawy o ofercie publicznej. Z tego względu przedstawione rozważania nie będą powielane w dalszej części pracy poświęconej zakresowi regulacji art. 74 ustawy o ofercie publicznej (pkt 1.5.3.5.3. poniżej).

Polska regulacja wezwań majoryzacyjnych składa się z dwóch, co do zasady, analogicznych ze sobą konstrukcyjnie mechanizmów związanych z przekroczeniem, kolejno, progu 33% oraz progu 66% w ogólnej liczbie głosów spółki giełdowej.²⁵⁶ Pomimo podobieństwa na tle konstrukcyjnym, obowiązki przewidziane w art. 73 i art. 74 ustawy o ofercie publicznej różnią się od siebie podstawą prawną, treścią i zasięgiem zastosowania. Obowiązek organizacji wezwania dotyczącego pułapu 33% ogólnej liczby głosów został opisany powyżej. Ten fragment pracy poświęcony jest z kolei powinności wezwania w związku z przekroczeniem 2-krotnie wyższego udziału w wysokości 66% całkowitej liczby głosów w spółce publicznej.

Podobnie jak przepis art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej statuuje obowiązek ogłoszenia wezwania uprzedniego w związku z zamiarem przekroczenia 33% ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej, tak przepis art. 74 ust. 1 przedmiotowej ustawy kreuje obligatoryjny wymóg przeprowadzenia wezwania, w następstwie realizacji którego można nabyć akcje dające więcej niż 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Fundamentalna różnica pomiędzy wskazanymi wezwaniem uprzednim polega jednakowoż na tym, że wezwanie z art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej jest znacznie dalej idące i rozciąga się na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej. W myśl bowiem przedmiotowego przepisu przekroczenie progu 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić, z zastrzeżeniem sytuacji kiedy dopuszczalne jest ogłoszenie wezwania po przekroczeniu tego progu, wyłącznie w rezultacie wcześniejszej organizacji wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub na zamianę wszystkich pozostałych akcji tejże spółki. Wezwanie owo jawi się więc jako wezwanie majoryzacyjne *sensu stricto*, albowiem jako jedyne znane w naszym rodzimym porządku prawnym stwarza warunki normatywne dla osiągnięcia przez inwestora całkowitej dominacji nad spółką, której akcje są przedmiotem wezwania, zarazem dając szansę pełnego z niej wyjścia dotychczasowym akcjonariuszom. W tym kontekście wezwanie uprzednie z art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, w praktyce jako jedyne spośród wezwań majoryzacyjnych, niejako z góry „nakazuje” inwestorowi, aby był ekonomicznie przygotowany na wykup całości akcji interesującej go spółki publicznej.²⁵⁷ Mając na względzie powyższe należy również stwierdzić, że analizowany mechanizm wezwania w praktyce najpełniej realizuje standardy ochrony dotychczasowych akcjonariuszy spółki publicznej w obliczu utraty nad nią kontroli, przewidziane w unijnej dyrektywie ws. ofert przejęcia.

²⁵⁶ Por. K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 433.

²⁵⁷ *Ibidem*, s. 434.

1.5.3.5.2. Obowiązek ogłoszenia wezwania następczego – art. 74 ust. 2 i ust. 5 ustawy o ofercie publicznej

Podobnie jak ma to miejsce w ściśle określonych przypadkach przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, także w odniesieniu do przekroczenia pułapu 66% tejże liczby głosów ustawodawca przewidział szczególne sytuacje, które – ze względu na swą specyfikę – uzasadniają wykonanie obowiązku przeprowadzenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki w trybie następczym, czyli już po faktycznym przekroczeniu kwalifikowanego pułapu. Sytuacje te określone są w przepisach art. 74 ust. 2 i ust. 5 ustawy o ofercie publicznej i stanowią *de iure* identyczne zdarzenia, które wymieniono w kontekście obowiązku wezwania następczego z art. 73 ust. 2 i ust. 3 tej ustawy. Przepis art. 74 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej, analogicznie jak art. 73 ust. 3 przedmiotowej ustawy, poświęcony jest wyjątkowemu unormowaniu dotyczącemu przekroczenia ustawowego progu procentowego ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej w rezultacie dziedziczenia.

W myśl art. 74 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, w przypadku kiedy doszło już do faktycznego przekroczenia progu 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej w efekcie pośredniego nabycia akcji, objęcia akcji nowej emisji, nabycia akcji w wyniku oferty publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako aportu, połączenia lub podziału spółki, w rezultacie zmiany jej statutu, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego, akcjonariusz lub pośredni nabywca akcji, zobligowany jest do ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej, w terminie trzech miesięcy od daty przekroczenia przedmiotowego progu. Następczy wymóg ogłoszenia wezwania nie będzie jednak ciążył na akcjonariuszu (lub pośrednim nabywcy akcji) jeżeli w terminie owych trzech miesięcy jego udział w ogólnej liczbie głosów zmaleje do nie więcej niż 66% ogólnej liczby głosów, odpowiednio, w wyniku podwyższenia kapitału zakładowego spółki, zmiany jej statutu lub wygaśnięcia uprzywilejowania należących do niego akcji. Jak więc widać, przytoczona regulacja jest bardzo zbliżona w swym brzmieniu do unormowania zawartego w art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej. W porównaniu jednak do rozwiązania z art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej omawiane niniejszym unormowanie różni się wyraźnie tym, że obowiązek ogłoszenia wezwania następczego ma charakter bezwzględny. Podmiot obowiązany na podstawie art. 74 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej nie ma bowiem alternatywnej możliwości zbycia stosownej liczby akcji tak, aby zmniejszyć swój udział w ogólnej liczbie głosów poniżej poziomu 66% i, co za tym idzie, uchylić się od wymogu

następczej organizacji wezwania na pozostałą ilość akcji spółki publicznej. Zgodnie z przeważającym stanowiskiem doktryny, zróżnicowanie w tym zakresie dyspozycji przepisów art. 73 ust. 2 oraz art. 74 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej polega na konieczności dostosowania polskiej regulacji wezwań majoryzacyjnych do standardów europejskich, które nie przewidują alternatywy umożliwiającej wyłączenie wymogu oferty przejęcia.²⁵⁸ Ponadto, brak alternatywnej opcji zbycia odpowiedniej ilości akcji zamiast przeprowadzenia analizowanego niniejszym następczego obowiązku wezwania tłumaczy także potrzeba eliminacji znaczących wątpliwości interpretacyjnych, jakie mogłyby pojawiać się w przypadkach przekroczenia progu 66% ogólnej liczby głosów – w efekcie zajścia któregoś ze zdarzeń wymienionych w art. 74 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej – przez osoby, które dotychczas nie posiadały żadnych akcji w spółce publicznej, czyli w sytuacji przekroczenia przez nie również pierwszego z progów majoryzacji spółki w wysokości 33% ogólnej liczby głosów.²⁵⁹

Jak już zostało wskazane przy okazji rozważań na temat wezwania następczego uregulowanego w art. 73 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, przypadek dziedziczenia, w rezultacie którego dochodzi do przekroczenia przez spadkobiercę ustawowego progu kontroli w spółce giełdowej stanowi sytuację wyjątkową w obrocie znacznymi ilościami akcji na rynku regulowanym i, co za tym idzie, wymaga specjalnego unormowania. W przypadku takim potrzebie dbałości o interes pozostałych akcjonariuszy (mniejszościowych) spółki publicznej przeciwstawia się bowiem fundamentalna zasada ochrony praw spadkobierców. W kontekście omawianej regulacji, w największym uproszczeniu, oznacza ona, że nabycie przez spadkobiercę, w ramach sukcesji uniwersalnej po zmarłym akcjonariuszu, ogółu praw (akcji) w spółce giełdowej nie może być uzależnione od spełnienia jakichkolwiek dodatkowych wymogów (warunków) z dziedziny prawa rynku kapitałowego. W związku z tym – podobnie jak ma to miejsce w razie przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów spółce giełdowej w wyniku dziedziczenia – ustawodawca, co do zasady, zrezygnował również z nakładania następczego obowiązku przeprowadzenia wezwania na spadkobiercę, który przekroczył próg 66% tejże liczby głosów w rezultacie dziedziczenia akcji spółki publicznej. Wyłączenie w tym zakresie obowiązku wezwania polega zresztą na założeniu, że spadkobierca może znajdować się w zupełnie innym położeniu finansowym niż zmarły akcjonariusz, a zatem odgórne obciążenie go tak poważnym ekonomicznie obowiązkiem, jakim jest złożenie oferty

²⁵⁸ Tak m.in. *Ibidem*, s. 435 oraz A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 446; odmiennie M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s.367.

²⁵⁹ Zob. szerzej A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 446.

nabycia wszystkich pozostałych akcji w spółce giełdowej, mogłoby po prostu okazać się w wielu przypadkach niesprawiedliwe. Z drugiej strony jednak, zgodnie z art. 74 ust. 5 *in fine* ustawy o ofercie publicznej, wymóg ogłoszenia w trybie następczym wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki giełdowej powstanie w stosunku do spadkobiercy – akcjonariusza w razie dalszego zwiększenia przez niego udziału w ogólnej liczbie głosów spółki. Wystarczy więc, aby spadkobierca – akcjonariusz nabył jeszcze co najmniej jedną akcję (*de iure* jeden głos) ponad tę ilość, którą posiadał w wyniku dziedziczenia, aby zaktualizował się wobec niego obowiązek ogłoszenia, w terminie trzech miesięcy od dnia tego zwiększenia, wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki giełdowej. Analizowany obowiązek nie powstanie natomiast, jeżeli do nabycia kolejnych akcji w spółce giełdowej dochodzi w wyniku następnego dziedziczenia. Wszelkie uwagi na tle konstrukcji art. 74 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej są zatem jak widać tożsame z tymi, które odnoszą się do art. 73 ust. 3 przedmiotowej ustawy.

1.5.3.5.3. Zakres regulacji

Wezwanie majoryzacyjne z art. 74 ustawy o ofercie publicznej, niezależnie od tego jaką przybiera postać w danych okolicznościach, wykazuje najszerszy zakres przedmiotowy spośród wszystkich rodzajów wezwań na akcje, uregulowanych w rozdziale 4 tej ustawy. Analizowana regulacja jest bowiem, z jednej strony, związana z przekroczeniem najwyższego progu ogólnej liczby głosów zastrzeżonego przepisach rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, zaś, z drugiej strony, jako jedyna z określonych tam mechanizmów, ustanawia wezwanie obejmujące wszystkie pozostałe akcje w spółce publicznej. Zadośćuczynienie powinności wezwania związanego z przekroczeniem progu 66% ogólnej liczby głosów, jako najdalej idącego, wyłącza zresztą potrzebę przeprowadzenia wezwania o mniejszym zasięgu przedmiotowym, to jest wezwania z art. 73 ustawy o ofercie publicznej.²⁶⁰

Propozycja nabycia wszystkich pozostałych akcji spółki giełdowej, która stanowi treść wezwania ogłaszanego w związku z zamiarem lub w rezultacie przekroczenia progu 66% ogólnej liczby głosów w takiej spółce rozciąga się na wszelkie kategorie wyemitowanych dotychczas przez tę spółkę akcji. Brzmienie przepisów art. 74 ustawy o ofercie publicznej nie pozostawia bowiem wątpliwości, że unormowane w nich wezwanie (zarówno uprzednie, jak i następcze) winno obejmować swym zakresem wszystkie 100% akcji spółki publicznej, w tym

²⁶⁰ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 448-449.

akcje zdematerializowane lub pozostające w formie dokumentu, akcje zwykłe, uprzywilejowane co do głosu lub akcje nieme. Liczba akcji, na które ogłaszane jest wezwanie z art. 74 ustawy o ofercie publicznej może się, rzecz jasna, różnić od liczby głosów na nie przypadających (w zależności od tego, czy w spółce istnieją akcje uprzywilejowane co do prawa głosu bądź akcje nieme), jednakże w każdym przypadku przedmiotem oferty składanej w trybie analizowanego wezwania majoryzacyjnego jest całkowita pula zarówno akcji, jak i wszystkich inkorporowanych w tychże akcjach głosów (rzecz jasna, jeżeli podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania z art. 74 ustawy o ofercie publicznej jest już w posiadaniu jakiejś puli akcji spółki publicznej, to faktycznie zakresem ogłoszonego wezwania objęta będzie taka tylko liczba akcji, która stanowi wynik rachunku polegającego na odjęciu liczby akcji będących już w posiadaniu danego podmiotu od całkowitej liczby akcji wyemitowanych przez daną spółkę publiczną).

1.5.4. Wyjątki od obowiązku ogłaszania wezwań

We współczesnym obrocie znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych, podobnie jak na każdym innym polu nowoczesnego obrotu gospodarczego, występują okoliczności, które, zważywszy na swój specyficzny charakter, związane z nimi cele bądź aspekty praktyczne, uzasadniają odstępstwo od potrzeby realizacji, stanowiących regułę, obowiązków ustawowych. Takie właśnie, wyjątkowe okoliczności wymienione zostały enumeratywnie w art. 75 ustawy o ofercie publicznej w odniesieniu do zasady obowiązkowego ogłaszania wezwań na akcje, o których mowa w art. 73 i art. 74 tejże ustawy. Wyjątki od obowiązku ogłaszania wezwań na akcje stypizowane w przepisach art. 75 ustawy o ofercie publicznej tworzą katalog zamknięty i, w myśl zasady *exceptiones non sunt extendendae*, nie mogą być traktowane w sposób rozszerzający, co faktycznie oznacza, że wszelkie przypadki nabycia znacznych pakietów akcji, które dają się przyporządkować pod normy prawne zapisane w art. 73-74 ustawy o ofercie publicznej, a zarazem nie są wymienione *explicité* w katalogu art. 75 tej ustawy, wymagają organizacji odpowiedniego wezwania na akcje.²⁶¹ Ponadto, problematykę wyjątków od obowiązków w zakresie ogłaszania wezwań na akcje regulują przepisy art. 90 i art. 90a ustawy o ofercie publicznej, o czym będzie wzmianka poniżej.

Generalnie, wyjątki od obowiązków w sferze wezwań na akcje podzielić można na grupy dedykowane każdemu rodzajowi wezwania, odpowiednio, z art. 73 i art. 74 ustawy o

²⁶¹ Por. *Ibidem*, s. 465; a także S. Rudnicki, M. Śliwa (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 305-306.

ofercie publicznej.²⁶² Po pierwsze, są to wyjątki od obowiązku ogłoszenia wezwania związanego z przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, które opisują 9 przypadków określonych w art. 75 ustawy o ofercie publicznej. Po drugie natomiast są to wyjątki od wymogu organizacji wezwania obejmującego wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej w razie przekroczenia w niej pułapu 66% ogólnej liczby głosów – grupa tych *exceptiones* stanowi relatywnie węższy zbiór, gdyż składa się na nią jedynie 7 przypadków uzasadniających odstąpienie od realizacji obowiązku wezwania majoryzacyjnego. Poszczególne wyjątki z art. 75 ustawy o ofercie publicznej, jak np. przypadek nabywania akcji w trybie określonym przepisami prawa upadłościowego i naprawczego bądź w postępowaniu egzekucyjnym czy w ramach przymusowej restrukturyzacji, mają zastosowanie względem obydwu obowiązków ogłoszenia wezwania na akcje, tj. zarówno wezwania z art. 73, jak i z art. 74 tej ustawy, zaś inne spośród analizowanych wyjątków, jak np. nabywanie akcji od Skarbu Państwa w wyniku pierwszej oferty publicznej, obejmują tylko i wyłącznie obowiązek wezwania z art. 73 ustawy o ofercie publicznej²⁶³. Nieco upraszczając na potrzeby niniejszej rozprawy, należy wskazać, że wyjątki od obowiązków w sferze wezwań na akcje, przewidziane w art. 75 ustawy o ofercie publicznej, obejmują przypadki nabywania akcji w obrocie pierwotnym, w związku ze zmianami kapitału zakładowego lub procesami restrukturyzacyjnymi; sytuacje związane z nabywaniem akcji od Skarbu Państwa; przypadki nabywania akcji notowanych wyłącznie w ASO albo niebędących w ogóle przedmiotem zorganizowanego obrotu; przypadki obrotu akcjami pomiędzy podmiotami powiązаныmi w ramach grupy kapitałowej; sytuacje nabywania akcji w trybie postępowania upadłościowego i naprawczego oraz w postępowaniu egzekucyjnym; przypadki nabywania akcji na podstawie umów o ustanowienie zabezpieczenia finansowego; sytuacje, w których akcje obciążone zastawem nabywane są w celu zaspokojenia zastawnika; a także przypadki nabywania akcji w drodze dziedziczenia, z zastrzeżeniem regulacji art. 73 ust. 3 i art. 74 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej (to jest okoliczności, kiedy spadkobierca-akcjonariusz w dalszym ciągu zwiększa swój udział w ogólnej liczbie głosów).²⁶⁴ Zestawienie z art. 75 ustawy o ofercie publicznej enumeratywnie typizujące przypadki wyłączające wymogi w zakresie wezwań na akcje związane zatem z różnymi okolicznościami korporacyjnymi lub gospodarczymi. Z drugiej strony jednak, jak

²⁶² Tak też K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 437; S. Rudnicki, M. Śliwa (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie..., op. cit.*, s. 305-307.

²⁶³ Wyczerpująco na temat poszczególnych grup wyjątków, odpowiednio, od obowiązku wezwania z art. 73 oraz art. 74 ustawy o ofercie publicznej zob. np. *Ibidem*.

²⁶⁴ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 365-369; a także M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *Prawo rynku..., op. cit.*, s. 371-378 oraz A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 465-472.

wspomniano wyżej, zestawienie to uzupełniają dodatkowo regulacje art. 90 i art. 90a ustawy o ofercie publicznej.

O ile art. 75 ustawy o ofercie publicznej poświęcony jest konkretnie wyjątkom od obowiązku przeprowadzania wezwań na akcje, o tyle art. 90 tejże ustawy przewiduje wyłączenia stosowania rozmaitych wymogów związanych ze zmianami stanu posiadania w spółkach publicznych, w szczególności, w ramach działalności profesjonalnych domów maklerskich.²⁶⁵ Niemniej jednak, w największym ogóle wskazać należy, że powinności w zakresie organizacji wezwań na akcje ulegają wyłączeniu na podstawie przepisów art. 90 ustawy o ofercie publicznej w następujących przypadkach: nabywania akcji w ramach działalności animatorów obrotu; nabywania akcji w drodze tzw. krótkiej sprzedaży; nabywania akcji dla celów rozrachunkowo-rozliczeniowych w ramach systemu zabezpieczenia płynności rozliczania transakcji; nabywania akcji przez podmiot dominujący towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub firmy inwestycyjnej w ramach wykonywania czynności związanych z zarządzaniem portfelami akcji; nabywania lub zbywania akcji własnych przez spółkę publiczną w ramach procesu stabilizacji instrumentów finansowych, o ile prawa głosu z tych akcji własnych nie są wykonywane ani w żaden inny sposób wykorzystywane w celu wpływania na zarządzanie spółką; zawierania porozumień, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej w celu ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych; a także uzyskania pełnomocnictwa do głosowania na WZA według własnego uznania, o ile umocowanie obejmuje wyłącznie jedno WZA.²⁶⁶

Ostatnią regulacją ustawową przewidującą wyłączenia obowiązków w zakresie wezwań na akcje jest art. 90a ustawy o ofercie publicznej. Zakres tej regulacji wynika z uwarunkowań źródłowej dyrektywy ws. ofert przejęcia i obejmuje wyjątek tylko od obowiązku ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego z art. 74 ustawy o ofercie publicznej. Regulacja przewidziana w art. 90a ustawy o ofercie publicznej wyłącza wymóg ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego związanego z przekroczeniem progu 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, której siedziba zarejestrowana jest w państwie członkowskim UE innym niż Polska – pomimo tego, że akcje tej spółki są przedmiotem obrotu na polskim rynku regulowanym. Przyjęto bowiem, że obowiązek ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego, a ściślej rzecz biorąc odpowiadające temu obowiązkowi uprawnienie pozostałych akcjonariuszy spółki publicznej do żądania ogłoszenia wezwania, winno być związane z prawem siedziby

²⁶⁵ Por. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. 2. wydanie..., *op. cit.*, s. 379 i nast.

²⁶⁶ Zob. szerzej np. *Ibidem*.

spółki (prawem korporacyjnym), a nie z prawem rynku kapitałowego, na którym notowane są jej akcje.²⁶⁷ Zastosowanie omawianego wyjątku nie oznacza jednak, że w danych okolicznościach wymóg ogłoszenia wezwania (oferty przejęcia) jest całkowicie zniesiony, albowiem może on ciążyć na nabywcy znacznego pakietu akcji zgodnie z unormowaniami prawa tego państwa członkowskiego UE, które jest właściwe ze względu na siedzibę spółki publicznej. Regulacja art. 90a ustawy o ofercie publicznej stanowi zatem w istocie nie tyle wyjątek od obowiązku przeprowadzenia wezwania określonego w art. 74 tejże ustawy, ile swego rodzaju *lex specialis* na tle ogólnych unormowań kolizyjnych prawa prywatnego międzynarodowego.²⁶⁸

1.5.5. Charakter prawny wezwania

1.5.5.1. Wezwanie a oferta w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego

W celu zarysowania pełnego obrazu natury juralnej wezwania na akcje, w tym miejscu rozprawy należy wyjaśnić charakter prawny samej propozycji nabycia akcji spółki publicznej, która stanowi zasadniczą treść każdego mechanizmu wezwania. Propozycja ta polega w istocie na zaoferowaniu przez wzywającego wszystkim pozostałym akcjonariuszom spółki publicznej sprzedaży lub zamiany posiadanych przez nich akcji, a ściślej rzecz biorąc, możliwości zawarcia przez nich umowy sprzedaży lub zamiany ich akcji, na warunkach z góry ustalonych przez wzywającego – a *de facto* w znacznym stopniu ukształtowanych bezwzględnyymi przepisami prawa. Należy przychylić się do ugruntowanego już w doktrynie poglądu A. Chłopeckiego i Z. Mrowca²⁶⁹, zgodnie z którym tego rodzaju propozycja skierowana do pozostałych akcjonariuszy przez wzywającego stanowi ofertę w rozumieniu art. 66 § 1 k.c., zaś złożenie przez dotychczasowego akcjonariusza zapisu do sprzedaży lub zamiany posiadanych przez niego akcji w odpowiedzi na tę ofertę stanowi jej przyjęcie.²⁷⁰ W

²⁶⁷ A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 594.

²⁶⁸ Por. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 383.

²⁶⁹ Wprawdzie stanowisko autorów tego poglądu wyrażone zostało na tle dawno już nieobowiązującego stanu prawnego, jednakże z uwagi na jego uniwersalność oraz ogólne podobieństwo konstrukcyjne ówczesnego modelu wezwania do tego obowiązującego w bieżącym porządku prawnym, pozostaje ono, wraz z przyjętą w nim argumentacją, jak najbardziej aktualne – zob. szerzej A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *op. cit.*, s. 20 i nast. Por. także A. Chłopecki, *Prawna charakterystyka wezwań na sprzedaż i na zamianę akcji* (w:) M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010, s. 77 i nast. oraz A. Puchalski, *Funkcje...*, *op. cit.*, s. 7.

²⁷⁰ Pogląd ten podziela przeważająca część doktryny; zob. np. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 30-47; A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 430-431; S. Rudnicki, M. Śliwa

rezultacie, do zawarcia docelowej z punktu widzenia wezwania umowy sprzedaży lub zamiany akcji spółki publicznej dochodzi w wyniku złożenia oraz przyjęcia precyzyjnie sformułowanej przez wzywającego oferty nabycia tych akcji – co stanowi zresztą potwierdzenie tzw. ofertowego trybu zawarcia tego rodzaju umowy. Co do zasady, ze względu na techniczno-prawne aspekty cechujące procedurę wezwania, a, w szczególności, na okoliczność, iż warunki takie, jak liczba i cena akcji, czy terminy przyjmowania zapisów do ich sprzedaży lub zamiany są odgórnie i niejako bezwzględnie ustalane przez wzywającego w ramach proponowanej w drodze wezwania umowy sprzedaży lub zamiany akcji spółki publicznej, akcjonariusze odpowiadający na ofertę zawarcia takiej umowy nie mają możliwości negocjowania jakichkolwiek jej warunków. W związku z tym, ich rola sprowadza się w rzeczywistości do zaakceptowania treści umowy zaproponowanej w ramach wezwania, a więc do przyjęcia złożonej im oferty poprzez dokonanie stosownego oświadczenia o zapisie do sprzedaży lub zamiany posiadanych przez nich akcji. W ten sposób zawieranej umowie istotnie przypisać można charakter tzw. umowy adhezyjnej.²⁷¹

Struktura podmiotowa wezwania kształtuje się zatem w ujęciu cywilistycznym tak, że wzywający – występuje w roli oferenta, a akcjonariusze spółki publicznej, do których adresowana jest propozycja zawarcia umowy sprzedaży lub zamiany akcji – w charakterze oblaty. Warto w tym miejscu podkreślić, że w charakterze oblata występuje zazwyczaj rzeczywiście szeroki krąg adresatów – analizowana propozycja kierowana jest przeciw do wszystkich pozostałych akcjonariuszy spółki publicznej, niezależnie od tego czy wezwanie obejmuje wszystkie akcje spółki publicznej, czy ma postać częściową. Pomimo, iż akcje będące przedmiotem propozycji nabycia formułowanej w ramach wezwania są notowane na rynku regulowanym, a tym samym krąg akcjonariuszy obracających nimi może ulegać permanentnym zmianom, to jednak przyjąć należy, że akcjonariusze ci stanowią ograniczony, albowiem oznaczony swoistą cechą posiadania akcji danej spółki publicznej krąg osób (oblatów).²⁷² W związku z tym nie sposób uznać omawianej propozycji zawarcia umowy sprzedaży lub zamiany akcji spółki publicznej za typową ofertę skierowaną do ogółu (*ad incretas personas*) – jakkolwiek stanowisko to w żadnym razie nie pozbawia słuszności

(w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, op. cit., s. 294.

²⁷¹ Zob. także A. Chłopecki, Z. Mrowiec, op. cit., s. 20. Na temat specyfiki prawnej tzw. umowy adhezyjnej zob. np. Z. Radwański, A. Olejniczak, *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2018, s. 124-125; M. Bednarek (w:) E. Łętowska (red.) *System Prawa Prywatnego. Prawo Zobowiązań – część ogólna. Tom 5*, Warszawa 2013, s. 608-609 oraz B. Kaczorowska, *Specyfika umowy adhezyjnej a zakres swobody kontraktowej*, RP 2009, Nr 3, s. 30 i nast.

²⁷² Nieco odmiennie A. Puchalski, *Funkcje...*, op. cit., s. 13.

przyjętej wcześniej koncepcji kwalifikacji przedmiotowej propozycji jako oferty wedle art. 66 § 1 k.c.²⁷³

Niezależnie od powyższego należy zasygnalizować, że koncepcja uznania propozycji nabycia akcji formułowanej w ramach wezwania za ofertę znalazła również swoich przeciwników. Twierdzą oni, że propozycja ta nie stanowi w znaczeniu kodeksowym oferty, ale jedynie zaproszenie do składania ofert.²⁷⁴ Uzasadnieniem takiej kwalifikacji propozycji stanowiącej treść wezwania miałyby być, przede wszystkim, okoliczność, że wzywający nie ma możliwości określenia w niej definitywnej liczby akcji nabywanych od poszczególnych akcjonariuszy spółki publicznej, do których kieruje wezwanie. Z uzasadnieniem tym nie można się jednak zgodzić. Niezależnie bowiem od nieznannej finalnej liczby akcji nabywanych w ramach wezwania, propozycja wzywającego powinna zawierać zastrzeżenie oraz szczegółowe warunki odnośnie ewentualnej (maksymalnej) redukcji zapisów.²⁷⁵ Warunki te są wiążące dla wzywającego i jako takie nie pozostawiają mu swobody co do ustalenia ostatecznej liczby akcji nabywanych od poszczególnych akcjonariuszy wedle odmiennie przyjętych kryteriów. Powoduje to swoisty automatyzm w procesie zawarcia docelowej umowy sprzedaży lub zamiany tychże akcji, a także świadczy o tym, że wzywający jest, co do zasady, związany złożoną propozycją i nie ma potrzeby, aby dla uznania jej za ofertę konieczne było jeszcze dokonanie przez niego jakichkolwiek uzupełniających czynności prawnych.²⁷⁶

1.5.5.2. Związanie wzywającego (oferenta) wezwaniem a szczególne przypadki odstąpienia od dokonanego wezwania (art. 77 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej)

²⁷³ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 32. Uznanie, że propozycja nabycia akcji spółki publicznej składana w ramach wezwania jest skierowana do oznaczonego kręgu adresatów – a nie *ad incretas personas* – stanowi natomiast istotny argument w kontekście oceny wezwania polegającego na nabyciu akcji spółki publicznej w drodze złożenia propozycji zamiany tych akcji na papiery wartościowe należące do wzywającego – przez pryzmat przesłanek oferty publicznej ustalonych w art. 3 ust. 1. ustawy o ofercie publicznej. Przyjęta koncepcja wyłącza bowiem możliwość kwalifikacji takiego wezwania jako oferty publicznej papierów wartościowych należących do wzywającego, które w ramach ogłoszonego wezwania są oferowane pozostałym akcjonariuszom spółki publicznej w zamian za ich akcje. Przesądza to w rezultacie o braku powstania, w praktyce skomplikowanego i kosztownego w swej realizacji, obowiązku prospektowego, który w świetle odwrotnej interpretacji, co do zasady, spoczywałby na wzywającym. Odmiennie A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 430.

²⁷⁴ Wg zwolenników tego stanowiska ofertę stanowi z kolei zapis dokonywany przez akcjonariusza odpowiadającego na propozycję zawartą w wezwaniu – zob. np. M. Romanowski, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 802–803.

²⁷⁵ Zob. § 6 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

²⁷⁶ Zob. szerzej A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *op. cit.*, s. 21, a także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 31-35.

Mając na uwadze powyższe rozważania przyjąć należy, że wezwanie na akcje – a *de facto* formułowana w jego ramach propozycja nabycia akcji – stanowi swoistą ofertę w rozumieniu art. 66 § 1 k.c.²⁷⁷ Na tym tle warto zwrócić uwagę na problem możliwości odwołania wezwania ogłoszonego już przez wzywającego.

Zgodnie z ogólną regulacją kodeksową raz złożona oferta pozostaje zasadniczo nieodwołalna i wiąże oferenta.²⁷⁸ Wyjątkami na tym tle są przypadki oferty składanej w drodze elektronicznej bądź oferty w stosunkach między przedsiębiorcami. W pierwszym przypadku oferta może być odwołana, jeśli adresat nie potwierdzi niezwłocznie jej otrzymania (art. 66¹ § 1 k.c.), natomiast w drugiej sytuacji oferta może być odwołana pod warunkiem doręczenia oblatowi oświadczenia o odwołaniu oferty przez wysłaniem przez niego oświadczenia o jej przyjęciu (art. 66² § 1 k.c.). Niezależnie od przytoczonych wyjątków, w myśl art. 66² § 2 k.c. złożona oferta pozostaje jednak w każdym razie bezwzględnie wiążąca, jeżeli z jej treści wynika, że jest nieodwołalna lub określono w niej termin jej przyjęcia. Idąc zatem śladem regulacji k.c. wzywający, będący oferentem w strukturze wezwania zmierzającego do zawarcia umowy sprzedaży lub zamiany akcji, powinien być związany złożoną przez siebie propozycją i nie mieć możliwości jej odwołania – o czym zresztą świadczy wymagana prawem treść wezwania, która zawierać musi zawsze termin przyjęcia oferty wzywającego, zgodnie z § 5 ust. 2 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.²⁷⁹

Z drugiej strony, polegając na *ratio legis* regulacji wezwań na akcje, którego wiodącym założeniem jest ochrona interesów (ekonomicznych) akcjonariuszy mniejszościowych, czyli oblatów w ramach ofertowego ujęcia wezwania na akcje, prawodawca przewidział specjalny reżim korygujący, opisane wyżej, ogólne zasady k.c. w zakresie zakazu odwołania złożonej oferty. W myśl art. 77 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej odstąpienie od ogłoszonego wezwania jest bowiem z zasady niedopuszczalne, lecz w wyjątkowej sytuacji przeprowadzenia tzw. kontrwezwania, czyli ogłoszenia przez inny podmiot niejako konkurencyjnego wezwania na te same akcje, możliwe jest odstąpienie od pierwotnie ogłoszonego wezwania przez jego organizatora (wzywającego). Jednocześnie, w myśl zdania 2. przywołanego przepisu, odstąpienie od wezwania majoryzacyjnego z art. 74

²⁷⁷ Na temat charakteru prawnego oferty według regulacji art. 66 k.c. zob. np. M. Gutowski, *Charakter prawny oferty na tle niedawnych zmian w kodeksie cywilnym*, PiP 2005, z. 3, s. 67 i nast. oraz Z. Radwański, *Jeszcze o charakterze prawnym oferty*, PiP 2005, z. 3, s. 80 i nast.

²⁷⁸ Zob. K. Kopaczyńska-Pieczniak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna*, Warszawa 2012, s. 406; M. Wojewoda (w:) M. Pyziak-Szafnicka, P. Książak (red.), *Kodeks cywilny. Część ogólna. Komentarz Lex*, Warszawa 2014; A. Brzozowski (w:) K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I. Komentarz do art. 1-449¹⁰*, Warszawa 2018, s. 349.

²⁷⁹ Zob. również pkt 11 załącznika nr 2 do rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

ustawy o ofercie publicznej jest dopuszczalne jedynie wtedy, jeśli kontrwezwanie obejmuje również wszystkie pozostałe akcje spółki giełdowej oraz podmiot przeprowadzający kontrwezwanie oferuje za nie cenę nie mniejszą niż zaproponowana w pierwotnym (odwoływanym) wezwaniu.

Opisane rozwiązanie modyfikuje sytuację prawną wzywającego jako oferenta, jak i adresatów wezwania jako oblatów – w porównaniu do tradycyjnego unormowania oferty w k.c. Zgodnie przecież z przywołanymi wyżej przepisami k.c. oferent nie ma możliwości odwołania raz złożonej oblatowi oferty z powodu przedstawienia konkurencyjnej oferty przez osobę trzecią.²⁸⁰ Specjalne uregulowanie art. 77 ust. 3 ustawy o ofercie tłumaczy jednakowoż specyfika rynku giełdowego. Sens przedmiotowego wyjątku od zasady związania oferenta złożoną ofertą tkwi w potrzebie dbałości o interesy ekonomiczne akcjonariuszy mniejszościowych w spółce publicznej w sytuacji utraty przez nich kontroli nad nią, a tym samym konieczności zagwarantowania im prawa wyjścia z tejże spółki na równych i uczciwych zasadach. W razie, gdy inny podmiot przeprowadza wezwanie na te same akcje spółki publicznej (w przypadku wezwania majoryzacyjnego z art. 74 oferując zarazem nie mniej atrakcyjną cenę od tej, która była proponowana w zasadniczym wezwaniu), postulaty te zachowują swą aktualność. Pomimo bowiem odwołania ogłoszonego wezwania, interesy akcjonariuszy mniejszościowych oraz ich prawo wyjścia ze spółki pozostają zabezpieczone w drodze kontrwezwania organizowanego przez innego wzywającego.

Odwołanie ogłoszonego wezwania może także nastąpić po udzieleniu odpowiedzi na nie przez akcjonariuszy, do których zostało zaadresowane. Oznacza to, że odwołanie wezwania, o którym mowa w art. 77 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej może przyjąć *de iure* postać odstąpienia od zawartej już umowy sprzedaży lub zamiany akcji (w skutek złożenia odpowiedniego zapisu przez akcjonariusza mniejszościowego – oblata). Analizowana regulacja zdaje się bowiem obejmować zakresem swego zastosowania wszelkie fazy procedury wezwania, modyfikując istotnie ogólne unormowania cywilnoprawne.²⁸¹

Warto wskazać wreszcie, że przypadek *quasi* odwołania oferty złożonej w drodze ogłoszonego wezwania wynika także z art. 78 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, uprawniającego KNF do żądania wprowadzenia zmian lub uzupełnień w treści wezwania. Realizacja żądania KNF przez wzywającego determinuje zmianę pierwotnego kształtu oferty, a więc *de facto* odwołanie złożonej początkowo oferty. Regulacja art. 78 ust. 1 ustawy o

²⁸⁰ P. Drapała (w:) E. Łętowska (red.) *System Prawa Prywatnego. Prawo Zobowiązań – część ogólna. Tom 5...*, *op. cit.*, s. 1102-1103.

²⁸¹ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 33-34.

ofercie publicznej będzie przedmiotem rozważań w kolejnych fragmentach rozprawy, jednakże w tym miejscu stwierdzić należy, że – podobnie jak konstrukcja art. 77 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej – ingeruje ona w ogólne zasady k.c. w sferze związania oferenta pierwotnie złożoną przez niego propozycją.

1.5.6. Procedura i tryb realizacji obowiązku polegającego na dokonaniu wezwania

1.5.6.1. Zawiadomienie o planowanym wezwaniu (art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej)

Procedura związana z realizacją obowiązku wezwania na akcje składa się z wielu skomplikowanych czynności i zadań, do wykonania których zobligowany jest, w szczególności, wzywający, a także podmioty z nim współpracujące w toku organizacji wezwania na akcje. Tryb oraz sposób realizacji tej procedury uregulowano w przepisach zarówno rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, jak i rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

Okolicznością stojącą u podstaw wszczęcia procedury wezwania na akcje jest, co do zasady, zamiar jego ogłoszenia przez wzywającego.²⁸² Poprzez ów zamiar nie należy jednak rozumieć wyłącznie psychologicznej woli wzywającego odnośnie przeprowadzenia danego wezwania na akcje, albowiem nie cechuje jej żadna doniosłość prawna. Z punktu widzenia analizy obowiązujących regulacji, pojęcie zamiaru ogłoszenia wezwania interpretować należy *de iure* jako sformalizowane działanie wzywającego, polegające na podjęciu, a zarazem rozpowszechnieniu (uzewnętrznieniu) ostatecznej jego decyzji w sprawie przeprowadzenia wezwania. W tym zakresie, w pierwszej kolejności, wzywający powinien nawiązać współpracę z wybranym domem maklerskim w tym celu, aby, w drugiej kolejności, za pośrednictwem tego domu maklerskiego, zawiadomić o swoim zamiarze ogłoszenia wezwania oraz przekazać jego treść do wiadomości publicznej, co *de facto* stanowi o formalnym rozpoczęciu procedury wezwania na akcje.²⁸³

Uściślając powyższe, wedle art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej wezwanie na akcje musi być ogłoszone i przeprowadzone za pośrednictwem profesjonalnego pośrednika, jakim jest podmiot prowadzący działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, który zobowiązany jest – nie później niż na 14 dni roboczych przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów na akcje – do równoczesnego zawiadomienia o zamiarze

²⁸² Za wyjątkiem przypadków wezwań następczych, ogłaszanych w celu realizacji ustawowego obowiązku.

²⁸³ Por. *Ibidem*, s. 48.

ogłoszenia wezwania KNF oraz spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są akcje objęte wezwaniem. Do przedmiotowego zawiadomienia ów podmiot pośredniczący załącza treść wezwania na akcje.²⁸⁴ Z kolei na mocy przepisów wykonawczych rozporządzenia ws. wzorów wezwań, podmiot pośredniczący w organizacji wezwania na akcje, po dokonaniu zawiadomienia zgodnie z art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, obowiązany jest przekazać do agencji informacyjnej treść wezwania w celu jego ogłoszenia, a następnie także upublicznić tę treść w co najmniej jednym dzienniku o zasięgu krajowym.²⁸⁵

1.5.6.2. Forma i treść wezwania (rozporządzenie ws. wzorów wezwań)

Zarówno format, jak i treść wezwania na akcje poddano swoistej standaryzacji i zasadniczo nie mogą być one dowolnie kształtowane przez wzywającego ani reprezentującego go dom maklerski.²⁸⁶ Z tej przyczyny elementy te zostały ściśle uregulowane przepisami prawa – zawartymi częściowo w ustawie o ofercie publicznej, ale, przede wszystkim, wyrażonymi na poziomie aktu wykonawczego do tej ustawy, tj. w rozporządzeniu ws. wzorów wezwań. Jak sama nazwa wskazuje, owo rozporządzenie poświęcone zostało określeniu wzorca jeśli chodzi o zakres, formę czy kategorie informacji i danych oraz sposób ich prezentacji w każdym wezwaniu na akcje, aczkolwiek w pewnym wymiarze – nieco na wyrost w stosunku do zakresu delegacji ustawowej – unormowano w nim również reguły odnoszące się do relacji kontraktowych pomiędzy wzywającym, a akcjonariuszami, do których wezwanie jest adresowane.²⁸⁷

Nie ma potrzeby przepisywać szczegółowo wszystkich elementów wskazanych w ustawie o ofercie publicznej lub stypizowanych w rozporządzeniu ws. wzorów wezwań, które powinny składać się na konieczną treść każdego wezwania na akcje.²⁸⁸ Należy natomiast wskazać, w ślad za słusznym rozróżnieniem zaproponowanym przez A. Chłopeckiego, że zgodnie z obowiązującymi regulacjami treść wezwania na akcje składa się *de facto* z dwóch rodzajów elementów: informacyjnych i kontraktowych.²⁸⁹ Do pierwszych z nich zaliczyć można m.in. informacje i dane dotyczące wzywającego oraz pośredniczącego domu maklerskiego; informacje określające podstawy prawne ogłaszanego wezwania; informacje o

²⁸⁴ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 476.

²⁸⁵ Zob. § 3 ust. 1, 2 i 3 rozporządzenia ws. wzorów wezwań

²⁸⁶ Z zastrzeżeniem zamieszczania w treści wezwania dodatkowych informacji lub danych, które zdaniem wzywającego mogą być istotne dla akcjonariuszy odpowiadających na ogłoszone wezwanie. Zob. szerzej *Ibidem*, s. 435-436.

²⁸⁷ Tak też *Ibidem*, s. 433.

²⁸⁸ Zob. w szczególności załączniki nr 2 oraz nr 3 do rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

²⁸⁹ Zob. szerzej *Ibidem*.

powiązaniach kapitałowych wzywającego i jego ewentualnej przynależności do grup kapitałowych; a także informacje odnośnie procentowej liczby głosów w spółce publicznej z akcji objętych wezwaniem oraz liczby odpowiadających tym głosom akcji, jaką wzywający zamierza osiągnąć w trybie wezwania; jak również informacje prezentujące zamiary wzywającego w stosunku do spółki publicznej, której akcje są przedmiotem wezwania. Elementy informacyjne w treści wezwania nie wpływają, co do zasady, na kształt stosunków prawnych pomiędzy wzywającym, a osobami odpowiadającymi na wezwanie. Pośród innych elementów, tj. kontraktowych, wyróżnić z kolei można np. oznaczenie akcji stanowiących przedmiot wezwania; określenie ceny, po jakiej akcje te będą nabywane (osobno dla każdego rodzaju akcji, jeśli te różnią się od siebie uprawnieniami w zakresie prawa głosu) oraz sposobu jej zapłaty na rzecz na rzecz osób, które odpowiedzą na wezwanie; czy sprecyzowanie szczegółów proceduralnych wezwania takich, jak: czas trwania wezwania; terminy i miejsca przyjmowania zapisów na akcje lub terminy nabywania akcji od osób, które odpowiedziały na wezwanie. Wymienione elementy muszą obligatoryjnie zawierać się w treści każdego wezwania, determinując zarazem skutki prawne między wzywającym, a osobami odpowiadającymi na jego wezwanie. Do elementów o charakterze kontraktowym zaliczyć jeszcze należy wskazanie ewentualnych warunków prawnych, od których dojście wezwania do skutku może być uzależnione²⁹⁰ oraz określenie możliwości odstąpienia od wezwania w przypadku ogłoszenia tzw. kontrwezwania, o którym była mowa w poprzedniej części pracy. Zamieszczenie tych elementów kontraktowych w treści wezwania na akcje cechuje jednakowoż fakultatywność, albowiem jedynie mogą one, ale nie muszą występować w treści wezwania.²⁹¹

1.5.6.3. Zmiana treści lub warunków ogłoszonego wezwania (rozporządzenie ws. wzorów wezwań)

Wezwanie jako oferta (wprawdzie szczególnego rodzaju) w ujęciu cywilistycznym nie podlega co do zasady odwołaniu, chyba, że w ściśle określonych przypadkach, o których była już mowa powyżej. Podobnie ma się rzecz jeżeli chodzi o zmianę treści wezwania, tj. wyjątkowo, w zakresie i na zasadach określonych przepisami prawa, wzywający może dokonać zmiany niektórych tylko elementów ogłoszonego wcześniej wezwania.²⁹² Owe

²⁹⁰ Zob. dalej pkt 1.5.7.4.

²⁹¹ Por. *Ibidem*, s. 435.

²⁹² Por. A. Puchalski, *Funkcje..., op. cit.*, s. 281-283.

możliwości wzywającego unormowano na poziomie rozporządzenia wykonawczego do ustawy o ofercie publicznej.

Zgodnie z rozwiązaniami przyjętymi w § 7 oraz § 8 rozporządzenia ws. wzorów wezwań, wzywający może, w drodze ogłoszenia, dokonać zmiany treści wezwania w odniesieniu do liczby akcji, jakie zamierza nabyć; liczby i terminów transakcji nabycia akcji w wezwaniu; sposobu składania zapisów w odpowiedzi na wezwanie; a także ceny, po jakiej mają być nabywane akcje, lub parytetu ich zamiany. Wymienionych zmian wzywający może dokonać w precyzyjnie ograniczonych terminach, a zarazem akcjonariusze do których wezwanie jest adresowane mogą uchylić się od skutków oświadczeń woli (zapisów) złożonych w odpowiedzi na wezwanie, jeżeli ogłoszone zmiany polegają na mniej korzystnych z ich punktu widzenia warunkach (ekonomicznych).²⁹³ Z myślą o tych akcjonariuszach rozporządzenie przewiduje zresztą szczególne rozwiązania ochronne w przypadku zmiany przez wzywającego ceny, po jakiej mają być nabywane akcje. Po pierwsze bowiem, jeśli nowa cena jest niższa od ceny określonej we wcześniejszej treści wezwania, wzywający jest obowiązany zapłacić wszystkim osobom, które dokonały zapisów zanim doszło do zmiany ceny, cenę, po której zapisały się na sprzedaż akcji. Po drugie zaś, jeśli nowa cena jest wyższa od ceny określonej w treści wezwania przed zmianą, to wzywający jest zobowiązany zapłacić tę nową wyższą cenę wszystkim akcjonariuszom (oblatom), którzy zapisali się na sprzedaż akcji przed ogłoszeniem zmiany ceny (czyli pomimo tego, że *de iure* zawarli już z wzywającym transakcję sprzedaży akcji). Analogiczne regulacje ochronne obowiązują w przypadku zmiany treści wezwania do zamiany akcji.²⁹⁴

Omówione wyżej rozwiązania, ściśle ograniczające możliwości wzywającego w zakresie zmiany treści wezwania po jego ogłoszeniu pozwalają zachować aktualną tezę, iż wezwanie stanowi ofertę w rozumieniu przepisów k.c., pomimo dość wyraźnej ingerencji prawodawcy w jego naturę prawną w porównaniu do modelowej – cywilistycznej metody regulacji.²⁹⁵

1.5.6.4. Warunki zastrzeżone w wezwaniu (rozporządzenie ws. wzorów wezwań)

²⁹³ Zob. § 7 ust. 3-5 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

²⁹⁴ Zob. § 8 ust. 6 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

²⁹⁵ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 445 oraz M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 45-46; a także A. Puchalski, *Funkcje..., op. cit.*, s. 15.

Wezwanie na akcje mające postać uprzednią (art. 73 ust. 1 oraz art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej) może mieć charakter warunkowy²⁹⁶, co *de facto* oznacza, że w przypadku nieziszczenia się zastrzeżonych w jego treści warunków nie dojdzie ono do skutku. Dopuszczalne warunki, z zastrzeżeniem których można przeprowadzić wezwanie dzielą się w istocie na trzy kategorie.

Po pierwsze, wezwanie może być uzależnione od warunków natury publicznoprawnej. Polegać mogą one, w szczególności, na udzieleniu przez właściwy organ administracyjny zezwolenia, jeżeli w wyniku wezwania ma dojść do koncentracji przedsiębiorców²⁹⁷ bądź, po prostu, na wyrażeniu przez dany organ zgody na nabycie akcji będących przedmiotem wezwania. Warunki publicznoprawne mogą też polegać na braku zgłoszenia przez właściwy organ administracyjny sprzeciwu wobec nabycia akcji w trybie wezwania.

Po drugie, w treści wezwania na akcje mogą być zastrzeżone warunki związane, ogólnie rzecz ujmując, z decyzjami lub wolą wzywającego. Ich treść została sprecyzowana na gruncie rozporządzenia wykonawczego. Przede wszystkim, zgodnie z § 4 ust. 2 rozporządzenia ws. wzorów wezwań, wzywający może zastrzeż w treści wezwania minimalną liczbę akcji objętą zapisami, od której osiągnięcia warunkuje nabycie tych akcji. Ponadto, w świetle § 4 ust. 1 pkt 2) lit b) rozporządzenia ws. wzorów wezwań wzywający może także ogłosić wezwanie na akcje pod warunkiem zakończenia z określonym skutkiem innego wezwania dotyczącego akcji spółki należącej do tej samej grupy kapitałowej, co spółka, której akcje są objęte warunkowym wezwaniem, ogłoszonego przez wzywającego lub spółkę z nim powiązaną kapitałowo.

Ostatnia, trzecia kategoria dopuszczalnych warunków, od których wezwanie na akcje może być uzależnione, dotyczy decyzji lub działań spółki publicznej, której akcje są przedmiotem wezwania. W myśl bowiem § 4 ust. 1 pkt 2) lit. a) i c) wezwanie na akcje może być uwarunkowane podjęciem uchwały w określonej sprawie przez WZA lub radę nadzorczą tejże spółki, lub także zawarciem przez tę spółkę umowy sprecyzowanej w treści samego warunku, w tym umowy organizacyjnej.

²⁹⁶ Zgodnie z § 4 ust. 1 i 3 rozporządzenia ws. wzorów wezwań oraz pkt 30 załącznika nr 2 do tego rozporządzenia treść wezwania na akcje może zawierać m.in. warunek, jeżeli wezwanie jest ogłaszane z zastrzeżeniem takiego warunku, ze wskazaniem, czy wzywający przewiduje możliwość nabywania akcji w wezwaniu pomimo nieziszczenia się zastrzeżonego warunku, oraz określeniem terminu, w jakim warunek powinien się ziścić, nie dłuższego jednak niż termin zakończenia przyjmowania zapisów w ramach wezwania.

²⁹⁷ Przypadek ten dotyczy w praktyce najczęściej konieczności uzyskania pozytywnej decyzji – zgody – Prezesa UOKiK w przedmiocie dokonania koncentracji, której przesłanki określa art. 13 i nast. ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 798 ze zm.), zwanej dalej w skrócie jako „u.o.k.i.k.”.

Dopuszczalność zastrzeżenia wymienionych wyżej kategorii warunków w ramach wezwania na akcje trzeba ocenić pozytywnie. W dobie współczesnego, dynamicznego obrotu gospodarczego wzywający musi mieć bowiem minimum gwarancji, że status organizacyjno-prawny czy otoczenie gospodarcze spółki, której akcje są przedmiotem wezwania będą zgodne z jego oczekiwaniami oraz poczynionymi ustaleniami.²⁹⁸

Uzupełniając jeszcze wątek warunków dopuszczalnych w ramach wezwań na akcje należy wskazać, że w celu zapewnienia przejrzystości procedury wezwania, na wzywającym, który zdecydował się zastrzec warunek w jego treści ciążą dodatkowe obowiązki informacyjne. Wzywający ma bowiem obowiązek niezwłocznego przekazania agencji informacyjnej komunikatu o ziszczeniu lub nieziszczeniu się warunku, w terminie określonym w treści wezwania, bądź o podjęciu decyzji o nabyciu akcji objętych wezwaniem pomimo nieziszczenia się zastrzeżonego warunku. Ów komunikat wzywający powinien również upublicznić za pośrednictwem agencji informacyjnej nie później niż w terminie 2 dni roboczych po dniu, do którego dany warunek winien się ziścić zgodnie z treścią wezwania.²⁹⁹

1.5.6.5. Obowiązek ustanowienia zabezpieczenia – art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej

W celu ochrony interesów ekonomicznych akcjonariuszy, do których adresowane jest wezwanie, procedura przeprowadzenia wezwania wymaga ustanowienia zabezpieczenia przez wzywającego. Zabezpieczenie gwarantować ma *de facto* wypłacalność wzywającego w kontekście nabycia określonej liczby akcji objętych wezwaniem.

W myśl art. 77 ust. 1 ustawy ofercie publicznej zabezpieczenie winno być formalnie ustanowione przez wzywającego przed ogłoszeniem wezwania, a jego wysokość nie może być mniejsza niż 100% wartości akcji, które mają być przedmiotem wezwania. Irrelevantna pozostaje przy tym forma zabezpieczenia, choć w praktyce najczęściej ustanawiane jest zabezpieczenie w postaci blokady adekwatnej ilości środków pieniężnych na rachunku

²⁹⁸ Procedurę zakupu znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a w szczególności, jej akwizycji, w praktyce poprzedza z reguły złożony proces badania jej kondycji prawnej, finansowej i gospodarczej (ang. *due diligence*), który pozwala inwestorowi zaznajomić się z jej problemami i otoczeniem, a zarazem ustalić kierunki jej aktualnego i przyszłego funkcjonowania. Szerzej nt. *due diligence* zob. np. K. Kocemba, D. Latawiec-Chara, M. Tomczak, *Due diligence*, Warszawa 2011 oraz R. Pastusiak, *op. cit.*, s. 46 i nast. Jeśliby zatem stan spółki, której akcje są przedmiotem wezwania istotnie odbiegł od tego, który został z myślą o ogłoszeniu wezwania wcześniej ustalony przez wzywającego – np. w rezultacie braku podjęcia przez WZA tejże spółki zaplanowanej uchwały konkretnej treści, co stanowić miało ważny warunek wezwania – wzywający nie ma obowiązku doprowadzenia wezwania do skutku.

²⁹⁹ Zob. § 4 ust. 3 i 4 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

inwestycyjnym wzywającego bądź gwarancji bankowej.³⁰⁰ Konieczny wymóg przy ustanowieniu analizowanego zabezpieczenia stanowi natomiast jego udokumentowanie. Stosownie do przepisu art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej *in fine* udokumentowanie owo następuje poprzez sporządzenie stosownego zaświadczenia przez bank lub inną instytucję finansową udzielającą zabezpieczenia lub pośredniczącą w jego udzieleniu.

W kontekście analizowanej problematyki zabezpieczenia wezwania na akcje warto podkreślić, że przepisy ustawy o ofercie publicznej nie regulują wprost kwestii weryfikacji jego rzeczywistej wartości. Ustawa milczy także na temat sposobów jego uzupełnienia w przypadku, gdy dochodzi do spadku jego rzeczywistej wartości w czasie trwania wezwania na akcje, a, co gorsza, *de iure* nie identyfikuje podmiotów, na rzecz których zabezpieczenie jest ustanowione, a tym samym, wobec których może być ono zrealizowane. Aktualny stan prawny w tym zakresie słusznie zatem budzi wątpliwości w doktrynie.³⁰¹ Należy jednakowoż zauważyć, że próbę rozwiania tych wątpliwości, którą skądinąd trzeba ocenić pozytywnie, podjął niedawno NSA w Warszawie. W wyroku z dnia 25 lutego 2014 r. wydanym w sprawie dotyczącej, w szczególności, oceny prawidłowości zabezpieczenia ustanowionego w formie weksla *in blanco*, NSA stanął na stanowisku, iż pomimo tego, że „art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie nie ustanawia katalogu zabezpieczeń ani nie definiuje w inny sposób znaczenia zwrotu «ustanowienie zabezpieczenia»”, to oczywiste jest, że „skoro zabezpieczenie oznacza ochronę (przed czymś) - to znaczy, że musi być realne, a nie pozorne. O ustanowieniu zabezpieczenia można więc mówić, gdy zabezpieczenie to spełnia określoną funkcję - w tym przypadku ma gwarantować rozliczenie transakcji, w prawem określonym terminie.”³⁰² W ramach cytowanego rozstrzygnięcia NSA przyjął ponadto, że istnieje możliwość kontroli skuteczności ustanowienia zabezpieczenia przez wzywającego, a w tym weryfikacji rzeczywistej wartości zabezpieczenia.³⁰³ Zdaniem NSA uprawnienie takie przysługuje KNF w ramach jej kompetencji nadzorczych i, choć nie wynika ono literalnie z pojedynczego przepisu, to należy je wywieść z zestawienia ze sobą unormowań art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej oraz art. 78 tejże ustawy („Uprawnienie KNF do badania skutecznego ustanowienia zabezpieczenia - dla oceny zachowania warunku z art. 77 ust.1 i zasadności

³⁰⁰ Zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 386. Por. także A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 477-481.

³⁰¹ Zob. szerzej K. Haładaj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 443-444; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 386; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 477-479; S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 3. wydanie..., op. cit.*, s. 242-243.

³⁰² Sygn. akt II GSK 1890/12, LEX nr 1450709.

³⁰³ Zob. D. K. Nowicki, *Działalność Komisji Nadzoru Finansowego w orzecznictwie Sądów Administracyjnych. Część IV: Nadzór nad rynkiem kapitałowym*, Warszawa 2017, s. 24.

zastosowania art. 97 ust. 1 pkt 4 ustawy z 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych wynika z treści art. 77 ust. 1 w zestawieniu z brzmieniem art. 78 powołanej ustawy.”). Ostatni z powołanych przepisów, o czym będzie mowa w dalszej części tego rozdziału rozprawy, uprawnia bowiem KNF do kontroli treści ogłaszanego wezwania (KNF może żądać wprowadzenia niezbędnych zmian lub uzupełnień w treści wezwania, a także żądać wyjaśnień dotyczących treści wezwania), a skoro, w myśl załącznika do rozporządzenia ws. wzorów wezwań, opis zabezpieczenia ustanawianego na mocy art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej stanowi konieczny element treści wezwania na akcje, to KNF, badając poprawność danych zamieszczonych w wezwaniu na akcje, siłą rzeczy, ma również prawo dokonywać oceny prawidłowości ustanowionego zabezpieczenia.³⁰⁴ Zresztą aprobatą przeciwnego stanowiska, a mianowicie, że rzeczywista wartość zabezpieczenia, o którym mowa w art. 77 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej nie podlega ocenie KNF, musiałaby, zdaniem NSA, polegać na błędnym założeniu, że zaświadczenia wydawane przez instytucje pośredniczącą w udzieleniu przedmiotowego zabezpieczenia mają wiążący charakter, podczas, gdy *de lege lata* zastrzeżenia takiego brak – „Przyjęcie, że fakt rzeczywistego ustanowienia zabezpieczenia nie podlega kontroli KNF wymagałoby założenia, że zaświadczenia m.in. instytucji pośredniczącej w udzieleniu zabezpieczenia mają moc wiążącą. Ustawodawca zastrzeżenia takiego nie wprowadził. Brak zatem podstaw prawnych, by taki wiążący charakter dokumentom tym przypisać i tym samym, aby nie podlegały kontroli KNF i by nie mogły one zostać podważone.”³⁰⁵ Tytułem reasumpcji analizowanego wątku wypada stwierdzić, że zaprezentowany przez NSA tok myślenia jest, bez wątpienia, słuszny. Mimo to jednak uważam, że tak długo, jak prawodawca nie uporządkuje (nie doprecyzuje) zagadnień związanych z zabezpieczeniem wezwania na akcje na gruncie normatywnym (przewidywał to chociażby projekt nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z

³⁰⁴ „Fakt, że - stosownie do tego przepisu (art. 78 ustawy o ofercie publicznej – przyp. R.F.S.) - KNF może zgłosić żądanie wprowadzenia niezbędnych zmian lub uzupełnień w treści wezwania albo przekazania wyjaśnień dotyczących jego treści, wskazuje wyraźnie na to, że treść wezwania podlega ocenie. Z kolei zgodnie z wzorem wezwania - zamieszczonym w załączniku do rozporządzenia MF z 19 października 2005 r. i stanowiącym jego integralną część - "szczegółowy opis ustanowionego zabezpieczenia, o którym mowa w art. 77 ust. 1 ustawy, jego rodzaj i wartość (...)" stanowi element treściowy wezwania. W tym stanie rzeczy stanowisko prezentowane w skardze kasacyjnej, że "wezwanie" i "zabezpieczenie" nie są tożsame - nie znaczy, że w ramach badania wezwania ocenie nie podlega także ta jego część, która dotyczy danych, co do zabezpieczenia. W ocenie NSA należy uznać, że wykładnia art. 77 wymaga uwzględnienia następującego po nim art. 78 - albowiem pozostają one w funkcjonalnym związku.” – zob. *Ibidem*.

³⁰⁵ Co więcej, zgodnie z referowanym wyrokiem NSA „Nie można też przyjąć, że badanie czy warunek, o którym mowa w art. 77 ust. 1 ustawy, został spełniony ogranicza się do skontrolowania czy do wniosku dołączono wymagane dokumenty. Takie założenie oznaczałoby bowiem, że KNF dokonuje jedynie kontroli z formalnego punktu widzenia. Z takim rozumieniem omawianego przepisu nie sposób się zgodzić. Przychylenie się do takiego poglądu pozostawałoby w sprzeczności z regulacją art. 78 ust. 1 ustawy.” – zob. *Ibidem*.

2014 r., który ostatecznie nie został uchwalony), praktyka obrotu znacznymi pakietami akcji będzie się borykać z problemami w tym zakresie, w szczególności zaś na tle oceny prawidłowości formy zabezpieczenia wybranego w danym przypadku czy skutków spadku rzeczywistej wartości ustanowionego już zabezpieczenia.³⁰⁶

1.5.6.6. Ograniczenia w obrocie akcjami, które są przedmiotem wezwania (art. 77 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej)

Decyzja o wszczęciu procedury wezwania na akcje danej spółki publicznej wywołuje skutek w postaci aktualizacji wobec wzywającego swoistych ograniczeń w zakresie swobody obrotu giełdowego. Ograniczenia te dotyczą, rzecz jasna, wyłącznie obrotu akcjami spółki, której ogłoszone wezwanie dotyczy. Ich *ratio legis* należy upatrywać, przede wszystkim, w założeniu, że wezwanie na akcje stanowi integralny mechanizm umożliwiający nabycie określonej (znaczej) ilości akcji spółki giełdowej, które są nim objęte i jeżeli został on uruchomiony w danych okolicznościach, to, niejako na zasadzie „wyłączności”, w czasie jego trwania, inwestor powinien powstrzymać się od nabywania objętych nim akcji poza jego ramami.³⁰⁷ Uściślając, w myśl art. 77 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej przedmiotowe ograniczenia polegają na: zakazie nabywania akcji spółki publicznej, której dotyczy wezwanie poza ramami tego wezwania i w sposób niezgodny z jego zasadami; zakazie zbywania akcji spółki publicznej, której dotyczy wezwanie oraz zawierania umów, z których mógłby wynikać obowiązek zbycia akcji w czasie trwania wezwania; zakazie pośredniego nabywania akcji spółki publicznej, której dotyczy wezwanie. Wszystkie wymienione zakazy obowiązują w okresie od dokonania zawiadomienia z art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej do ostatecznego zakończenia wezwania. Warto uzupełnić, że ograniczenia te obejmują nie tylko wzywającego, ale także podmioty z nim powiązane (zależne, dominujące lub działające z nim w porozumieniu).³⁰⁸

W kontekście ograniczeń obrotu akcjami spółki publicznej objętymi wezwaniem szczególną regulację przewidziano w przypadkach wezwań następczych (wtórnych). W myśl art. 88a ustawy o ofercie publicznej akcjonariusz, na którym ciąży obowiązek ogłoszenia wezwania następczego w trybie art. 73 ust. 2 i 3 lub art. 74 ust. 2 i 5 ustawy o ofercie

³⁰⁶ Zob. art. 77 oraz art. 79b ust. 7 ustawy o ofercie publicznej wedle Projektu nr UD144.

³⁰⁷ Uzasadnieniem obowiązywania przedmiotowych zakazów jest również eliminacja ryzyka selektywnego postępowania wzywającego i tym samym dyskryminacji akcjonariuszy odpowiadających na ogłoszone wezwanie. Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 482-483.

³⁰⁸ K. Haładaj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 446.

publicznej nie może do dnia wykonania tego obowiązku ani bezpośrednio, ani pośrednio nabywać lub obejmować akcji spółki publicznej, w której strukturze akcjonariatu przekroczył określony tymi przepisami próg ogólnej liczby głosów. Opisany zakaz obowiązuje przez cały okres zastosowania obowiązku ogłoszenia danego wezwania następczego, a jego dezaktualizacja może nastąpić wyłącznie w wyniku zadośćuczynienia temu obowiązkowi albo w rezultacie alternatywnego zbycia przez akcjonariusza określonej części akcji w celu odpowiedniego zmniejszenia stanu ich posiadania, a co za tym idzie, uchylenia się od przedmiotowego obowiązku.

1.5.6.7. Poinformowanie pracowników spółki „przejmowanej” o ogłoszonym wezwaniu (art. 77 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej)

W ramach wymogów obowiązujących w toku procedury wezwania na akcje, należy zwrócić także uwagę na regulację kształtującą prawo do informacji pracowników zatrudnionych w spółce, której akcje są objęte wezwaniem. Stosownie do art. 77 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej, po ogłoszeniu wezwania, wzywający, a *de facto* dom maklerski pośredniczący w przeprowadzeniu wezwania, we współpracy z zarządem spółki, której akcje są przedmiotem wezwania, mają obowiązek przekazać informację o tym wezwaniu, wraz z jego treścią, przedstawicielom zakładowych organizacji związkowych reprezentujących pracowników tej spółki, a w przypadku braku takiej organizacji – bezpośrednio pracownikom. Przywołana regulacja ma zasadniczo symboliczne znaczenie z punktu widzenia funkcji i celów realizowanych poprzez wezwanie na akcje. Tym niemniej zasygnalizować wypada, że przepis art. 77 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej został sformułowany w aż nadto lakoniczny sposób, co, biorąc pod uwagę fakt, że stanowi on próbę implementacji art. 6 ust. 1 *in fine* dyrektywy ws. ofert przejęcia, budzi kontrowersje w literaturze przedmiotu.³⁰⁹

1.5.6.8. Uprawnienia nadzorcze Komisji Nadzoru Finansowego nad przebiegiem procedury wezwania (art. 78 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej)

³⁰⁹ Zob. szerzej S. Jakszuk, J. Róg (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. 2. wydanie..., *op. cit.*, s. 316; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 389.

Niezależnie od precyzyjnie ustanowionych obowiązków, które *ex lege* spoczywają na wzywającym lub reprezentującym go domu maklerskim w ramach realizacji procedury wezwania, w praktyce obrotu mogą zdarzyć się sytuacje kiedy ogłoszone wezwanie wzbudza wątpliwości w odniesieniu do warunków określonych w jego treści bądź do przesłanek jego ogłoszenia. W związku z tym, stosownie do przepisu art. 78 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, KNF przyznane zostało uprawnienie nadzorcze do zgłoszenia żądania wprowadzenia niezbędnych zmian lub uzupełnień w treści wezwania albo przekazania wyjaśnień dotyczących jego treści, w terminie oznaczonym w żądaniu, nie krótszym niż 2 dni. Przedmiotowe żądanie KNF może zgłosić po otrzymaniu, zgodnie z art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, zawiadomienia od domu maklerskiego pośredniczącego w organizacji wezwania, a zarazem najpóźniej na 3 dni robocze przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów na akcje.

Wskazany termin, w jakim KNF może wykonać swoje uprawnienie zdaje się nie mieć wyłącznie charakteru instrukcyjnego, albowiem biorąc pod uwagę cel, jak i skutki omawianego przepisu, warunkuje on *de iure* moment rozpoczęcia przyjmowania zapisów, który w wyniku zgłoszonego żądania ulega odroczeniu do czasu wprowadzenia żądanych zmian lub uzupełnień albo przekazania wymaganych wyjaśnień przez wzywającego.³¹⁰ W tym zresztą kontekście żądanie KNF zgłoszone w zdefiniowanym wyżej terminie oznacza w praktyce swoisty warunek prawny, od zrealizowania którego zależy w ogóle kontynuacja procedury wezwania.³¹¹

Możliwość KNF przedstawienia żądania, o którym mowa w art. 78 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, a ściśle rzecz biorąc uwzględnienie przez wzywającego uwag zawartych w tym żądaniu w treści ogłoszonego wezwania stanowi – jak zostało już wcześniej zasygnalizowane – swego rodzaju przypadek odwołania (modyfikacji) pierwotnej jego oferty.³¹² Opisywany mechanizm, pomimo swej administracyjnoprawnej natury, ingeruje bowiem w cywilnoprawny model regulacji wezwania na akcje jako wiążącej propozycji wzywającego.

Warto jednakowoż zwrócić uwagę, że skorzystanie przez KNF z analizowanego środka może doprowadzić w skrajnych (spornych) przypadkach do przewlekłego zablokowania procedury wezwania na akcje, a w efekcie wywołać niepożądane skutki w sferze cywilnoprawnej (odszkodowawcze, a nawet w postaci nieważności transakcji – w razie

³¹⁰ Zob. art. 78 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej.

³¹¹ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 485-486.

³¹² Por. pkt 1.5.6.2. powyżej.

dalszego procedowania wzywającego pomimo niezrealizowania żądań zgłoszonych przez KNF). W tym sensie regulację z art. 78 ustawy o ofercie publicznej ocenić należy ujemnie, jako, że statuując mechanizm administracyjnoprawny stwarza ona niepotrzebne ryzyko niepowodzenia wezwania oraz daleko idących konsekwencji w wymiarze cywilnoprawnym.³¹³

1.5.6.9. Stanowisko zarządu spółki „przejmowanej” dotyczące ogłoszonego wezwania (art. 80 ustawy o ofercie publicznej)

Wprawdzie procedura wezwania na akcje generuje zasadniczo różne obowiązki po stronie podmiotu przeprowadzającego wezwanie lub reprezentującego go domu maklerskiego, to jednak ustawa o ofercie publicznej nakłada osobne wymogi także na spółkę publiczną, której akcje są przedmiotem ogłoszonego wezwania, a ściśle rzecz biorąc, na zarząd tejże spółki. W szczególności, zarząd spółki publicznej, na akcje której ogłoszono wezwanie majoryzacyjne, ma za zadanie ustosunkować się do tego wezwania poprzez sporządzenie i przedstawienie swego stanowiska w jego przedmiocie. Ów wymóg ma swój wzorec w art. 9 ust. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia.³¹⁴

Zgodnie z art. 80 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, zarząd spółki publicznej, której akcje zostały objęte wezwaniem z art. 73 lub 74 przedmiotowej ustawy, jest obowiązany, najpóźniej na 2 dni robocze przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów, przekazać KNF oraz podać do publicznej wiadomości stanowisko dotyczące ogłoszonego wezwania wraz z podaniem jego podstaw. Równocześnie stanowisko owo przedstawiane jest przedstawicielom zakładowych organizacji związkowych występujących w spółce, a w braku takiej organizacji – bezpośrednio pracownikom.

Stanowisko, o którym mowa w art. 80 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, zarząd spółki publicznej sporządza w oparciu o informacje zamieszczone w treści ogłoszonego wezwania, przy czym obligatoryjna zawartość omawianego stanowiska skonkretyzowana została w ust. 2 tego artykułu. Mianowicie, w treści badanego stanowiska zarządu znajdować powinny się, w szczególności, opinia dotycząca wpływu wezwania na interes spółki, w tym na zatrudnienie w

³¹³ Zob. szerzej *Ibidem*.

³¹⁴ Zgodnie z art. 9 ust. 5 *in principio* dyrektywy ws. ofert przejęcia zarząd spółki będącej przedmiotem oferty opracowuje i podaje do wiadomości publicznej dokument prezentujący jego opinię o ofercie i podstawy takiej opinii, łącznie z oceną wpływu dojścia oferty do skutku na interesy spółki, a w szczególności na zatrudnienie, oraz z oceną planów strategicznych oferenta względem spółki będącej przedmiotem oferty i ich prawdopodobnych reperkusji w odniesieniu do zatrudnienia i lokalizacji miejsc prowadzenia przez spółkę działalności.

spółce, opis strategicznych planów wzywającego wobec spółki i ich prawdopodobnego wpływu na zatrudnienie w spółce oraz na lokalizację prowadzonej przez nią działalności, jak również stwierdzenie czy zdaniem zarządu cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki, z tym zastrzeżeniem, że dotychczasowe notowania giełdowe nie mogą być jedynym miernikiem tej wartości.³¹⁵ Należy wyraźnie podkreślić, że wymieniona wyżej obligatoryjna zawartość stanowiska zarządu nie ogranicza w żaden sposób zakresu jego dopuszczalnej treści. *De lege lata* zarząd spółki, której akcje zostały objęte wezwaniem, działając w dobrej wierze, może, a nawet powinien przedstawić w sporządzanym stanowisku wszelkie informacje, które posiada w związku z ogłoszonym wezwaniem, a zarazem zinterpretować je przez pryzmat interesu spółki, którą reprezentuje.³¹⁶

Na koniec analizowanego wątku warto uzupełnić, że w razie kiedy zarząd spółki publicznej, na akcje której ogłoszono wezwanie ma wątpliwości odnośnie do zaproponowanej za te akcje ceny (jeśli np. zdaniem zarządu znacząco odbiega ona od wartości rynkowej lub godziwej), może on zasięgnąć opinii biegłego na temat ceny akcji w wezwaniu. Opinię tę, jak również ewentualne opinie zakładowych organizacji związkowych uzyskanych przez zarząd spółki publicznej w kwestii wezwania, spółka ta ma obowiązek udostępnić w trybie właściwym dla realizacji stałych obowiązków informacyjnych, czyli zgodnie z art. 56 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej.³¹⁷

1.5.6.10. Zasada tzw. neutralności a możliwość władz spółki „przejmowanej” podjęcia czynności mających na celu udaremnienie ogłoszonego wezwania (art. 80a ustawy o ofercie publicznej)

Zarząd spółki publicznej, której akcje zostały objęte wezwaniem majoryzacyjnym z art. 74 ustawy o ofercie publicznej może zająć negatywne stanowisko w odniesieniu do tego wezwania. Sytuacja taka może mieć w praktyce miejsce, w szczególności, wtedy, gdy ogłoszone wezwanie na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej ma na celu tzw. wrogie przejęcie (ang. *hostile takeover*), czyli, najogólniej rzecz ujmując, przejęcie kontroli nad spółką publiczną wbrew woli funkcjonującego w niej dotychczas zarządu (władz spółki), a zarazem nie po myśli dotychczasowego akcjonariusza lub akcjonariuszy większościowych,

³¹⁵ Zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 411-413.

³¹⁶ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 499-500.

³¹⁷ Zob. art. 80 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej.

k którzy powołali ten zarząd i dysponują do tej pory kontrolą nad spółką.³¹⁸ Samo negatywne ustosunkowanie zarządu spółki publicznej będącej obiektem przejęcia, nawet jeżeli jest uzasadnione ochroną interesu spółki, nie uprawnia jednakowoż w sposób automatyczny ani kadry menadżerskiej, ani członków jakichkolwiek organów spółki do faktycznego przedsięwzięcia działań obronnych przed przejęciem kontroli nad tą spółką. W tym zakresie pierwszeństwo ma bowiem z reguły zasada tzw. neutralności, która wymaga od władz spółki giełdowej, nad którą ma zostać przejęta kontrola, powstrzymania się od podejmowania czynności mających na celu udaremnienie procesu przejęcia kontroli (ogłoszonego wezwania majoryzacyjnego), chyba, że władze tej spółki uzyskają uprzednio konkretną zgodę na podjęcie takich czynności od WZA.³¹⁹

Warto zasygnalizować, że pierwowzór zasady tzw. neutralności władz spółki przejmowanej wynika z prawa charakterystycznego dla krajów anglosaskich. Z jednej strony doktryna amerykańska, a z drugiej rozwiązania przyjęte w prawie brytyjskim, na gruncie *City Code on Takeovers and Mergers*³²⁰, wywarły bowiem fundamentalny wpływ na kształt omawianej problematyki w dyrektywie ws. ofert przejęcia, a w konsekwencji na rozwiązania implementowane w prawie wewnętrznym poszczególnych państw członkowskich UE.³²¹ Analiza anglosaskich koncepcji postępowania władz spółki giełdowej w obliczu przejmowania nad nią kontroli, w szczególności, w drodze tzw. wrogiego przejęcia, wykracza poza zakres niniejszej rozprawy. Należy natomiast przywołać w tym miejscu regulację unijną, która stanowi bezpośrednie źródło normatywne polskiego mechanizmu zasady tzw. neutralności.

Zgodnie z art. 9 ust. 2 dyrektywy ws. ofert przejęcia zarząd spółki giełdowej, która jest przedmiotem oferty (przejęcia) musi uzyskać zgodę WZA przed podjęciem jakiegokolwiek działania innego niż poszukiwanie ofert alternatywnych, które mogłyby skutkować udaremnieniem oferty, w szczególności przed wyemitowaniem jakichkolwiek akcji, które mogłyby stanowić trwałą przeszkodę dla uzyskania przez oferenta kontroli nad spółką będącą

³¹⁸ Szerzej na temat definicji tzw. wrogiego przejęcia zob. np. *Ibidem*, s. 423. Por. także M. Wołangiewicz, *op. cit.*, s. 27-31.

³¹⁹ Ogólnie na temat zasady tzw. neutralności zob. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 424-426; por. także A. Opalski, *Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia*, PPH 2011, Nr 8, s. 7 i nast.

³²⁰ *The City Code on Takeovers and Mergers* z 1968 r., wersja aktualizowana dostępna na stronie internetowej *The Takeover Panel* pod adresem: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.). Szerzej na temat regulacji zawartych w *The City Code on Takeovers and Mergers* zob. np. Slaughter and May, *A Guide to Takeovers in the United Kingdom*, London 2018 – opracowanie dostępne w wersji elektronicznej na stronie internetowej pod adresem: <https://www.slaughterandmay.com/media/39320/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf> (dostęp: 1 stycznia 2019 r.).

³²¹ Zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 416.

przedmiotem oferty. Przy tym, w myśl art. 11 ust. 3 dyrektywy ws. ofert przejęcia, na WZA, które udziela zgody na podjęcie przez zarząd środków obronnych zgodnie z art. 9 tej dyrektywy, nie mają zastosowania ograniczenia dotyczące wykonywania prawa głosu przewidziane w umowie spółki będącej przedmiotem oferty, zaś akcje uprzywilejowane co do głosu uprawniają tylko do jednego głosu każda. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że stosownie do art. 9 ust. 6 dyrektywy ws. ofert przejęcia do celów ust. 2 tego artykułu tam, gdzie spółka publiczna ma dwustopniową strukturę zarządzania „zarząd” oznacza zarówno zarząd, jak i radę nadzorczą.

Przyjęcie wymienionych unormowań dyrektywy ws. ofert przejęcia wymagało daleko idącego kompromisu pomiędzy państwami członkowskimi, w rezultacie którego implementacja zasady tzw. neutralności do porządku prawa danego kraju ma charakter fakultatywny.³²² Polski prawodawca zdecydował się skorzystać z tejże fakultatywności i pozostawił decyzję odnośnie do przestrzegania zasady tzw. neutralności samym spółkom publicznym, a w istocie ich akcjonariuszom. Zgodnie bowiem z art. 80a ust 1. *in principio* ustawy o ofercie publicznej mogą oni (lecz nie muszą) przewidzieć w statucie spółki publicznej zastosowanie omawianej zasady w obliczu ogłoszonego wezwania majoryzacyjnego z art. 74 tej ustawy. Zarazem, jeżeli akcjonariusze spółki giełdowej wprowadzą w statucie odpowiednie postanowienia w zakresie zasady tzw. neutralności, to, w świetle art. 80a ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, statut spółki publicznej, niejako automatycznie, eliminuje wszelkie ograniczenia co do wykonywania prawa głosu, a także uprzywilejowanie akcji dotyczące prawa głosu, podczas każdego WZA, które udzielać ma zgody na podjęcie przez zarząd lub radę nadzorczą działań zmierzających do udaremnienia ogłoszonego wezwania na wszystkie pozostałe akcje.³²³ Rozwiązanie to nawiązuje do zasady tzw. przełamania, która implementowana została z kolei w art. 80b ustawy o ofercie

³²² Zgodnie z art. 12 ust 1 dyrektywy ws. ofert przejęcia państwa członkowskie mogą wprowadzić możliwość zastrzeżenia niestosowania regulacji art. 9 ust. 2 i 3 i/lub art. 11 tejże dyrektywy (opcja *opt-out*) bądź umożliwić spółkom dobrowolne poddanie się tym regulacjom (opcja *opt-in*). Zob. szerzej *Ibidem*, s. 58-63. Przyjęte rozwiązanie – w kontekście jego fakultatywności – poddawane jest *notabene* krytyce, a w literaturze przedmiotu wskazuje się nawet, że wypacza ono sens wdrożenia dyrektywy ws. ofert przejęcia, będąc przeciwieństwem ujednolicenia prawa na obszarze UE – zob. np. W. Sawicz, *Kształtowanie zasad wykonywania mandatu funkcjonariuszy spółki akcyjnej w warunkach „wrogiego przejęcia” na gruncie XIII Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia (2004/25/WE)*, Studia Lubuskie 2012, Tom VIII, s. 74 oraz W. Sawicz, *Implementacja zasady neutralności sformułowanej w XIII Dyrektywie UE w sprawie ofert przejąć (2004/25/WE) do krajowych porządków prawnych państw członkowskich UE (ze szczególnym uwzględnieniem Polski)*, Studia Lubuskie 2013, Tom IX, s. 65.

³²³ W świetle proeuropejskiej wykładni prawa wydaje się, że nawet w razie, gdyby w statucie spółki publicznej nie zostało *expressis verbis* uregulowane wyłączenie ograniczeń i przywilejów, o którym mowa w art. 80a ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, to przyjąć należy, że przepis ten niejako wymusza swoje zastosowanie w tym znaczeniu, że uzupełnia *ex lege* treść statutu. Zob. szerzej M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 421-422; a także K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 460-461.

publicznej. Należy jeszcze zwrócić uwagę, że wymóg uzyskania przez zarząd lub radę nadzorczą spółki publicznej zgody od WZA na okoliczność podjęcia środków obronnych w stosunku do ogłoszonego wezwania majoryzacyjnego nie obejmuje w żadnym razie czynności, których celem jest doprowadzenie do przeprowadzenia przez inny podmiot tzw. kontrwezwania na te same akcje.³²⁴

W razie udzielenia przez WZA spółki publicznej zgody wymaganej przez statut na podjęcie środków obronnych, zarząd lub rada nadzorcza tej spółki ma możliwość przedsięwziąć działania ukierunkowane na udaremnienie ogłoszonego wezwania majoryzacyjnego. Przeciwdziałanie temu wezwaniu przez władze spółki publicznej wymaga jednakowoż odrębnej (indywidualnej) zgody WZA w odniesieniu do każdej z zamierzonych czynności obronnych.³²⁵ Nie ma potrzeby wyczerpująco opisywać w niniejszej pracy poszczególnych środków obronnych (ang. *defensive measures*), które są znane i stosowane w praktyce rynku giełdowego przez władze spółek publicznych w związku z zapobiegnięciem wrogiemu przejęciu, tym bardziej, że zostały już one niejednokrotnie stypizowane w literaturze przedmiotu.³²⁶ Zasygnalizować wyłącznie należy, że do katalogu najpopularniejszych środków stosowanych w ramach obrony przed tzw. wrogim przejęciem zaliczają się działania takie, jak: strategia tzw. białego rycerza (ang. *white knight*), strategia *pac-man*, strategia tzw. spalonej ziemi (ang. *scorched earth*), czy *lust but not least* strategia tzw. zatrutych pigułek (ang. *poison pills*).³²⁷

1.5.6.11. Zasada przełamania (art. 80b ustawy o ofercie publicznej)

Wdrożenie zasady tzw. przełamania (ang. *breakthrough rule*) w art. 80b ustawy o ofercie publicznej, podobnie, jak wprowadzenie zasady tzw. neutralności w art. 80a tejże ustawy, związane jest również z implementacją podstawowych założeń europejskiego prawa przejęć do polskiego porządku prawnego.³²⁸ Implementacja zasady tzw. przełamania, z tych

³²⁴ Zob. art. 80a ust. 2 ustawy o ofercie publicznej.

³²⁵ Tak też M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 416

³²⁶ Zob. szerzej K. Oplustil, *Obrona...*, *op. cit.*, s. 10 i nast.; A. Hajos-Iwańska, *Działanie zarządu spółki-celu w procesie wrogiego przejęcia spółki publicznej*, PPH 2010, Nr 10, s. 35 i nast.; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 423 i nast.; a także M. Wołangiewicz, *Środki obrony przed wrogim przejęciem stosowane na etapie poprzedzającym wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji*, PPH 2018, Nr 6, s. 19 i nast.

³²⁷ Szerzej w kwestii klasyfikacji środków obronnych przed tzw. wrogim przejęciem spółki zob. np. C. Podsiadlik, *op. cit.*, s. 58 i nast. Por. także W. Sawicz, *op. cit.*, s. 72-73.

³²⁸ Wzorcem normatywnym dla rozważanej zasady tzw. przełamania są przepisy art. 11 ust. 2-4 dyrektywy ws. ofert przejęcia. Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 424-426; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 427-428.

samych przyczyn, co implementacja zasady tzw. neutralności, polega zresztą na analogicznym fakultatywnym mechanizmie, który pozostawia państwom członkowskim Unii Europejskiej wybór co do sposobu jej dokonania.³²⁹

Zasada tzw. przełamania wyróżnia się jednakowoż swoją funkcjonalnością. Jej zastosowanie usprawniać ma bowiem procedurę oraz działania zachodzące bezpośrednio po przejściu kontroli nad spółką publiczną. Zasada tzw. przełamania gwarantuje, że: 1) w ramach trwającego wezwania na wszystkie pozostałe akcje tej spółki nie mają zastosowania statutowe ani umowne ograniczenia zbywalności akcji, oraz 2) w sytuacji zakończenia takiego wezwania majoryzacyjnego i osiągnięcia przez wzywającego co najmniej 75% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, podczas pierwszego WZA zwołanego przez wzywającego w celu dokonania zmiany statutu spółki lub zmian personalnych w zarządzie lub w radzie nadzorczej spółki, tracą swą ważność wszelkie statutowe ograniczenia wykonywania prawa głosu z akcji, a także nadzwyczajne uprawnienia przyznane dotychczas akcjonariuszom w zakresie obsadzania zarządu lub rady nadzorczej, a z każdej akcji przysługuje w toku głosowań nad tymi sprawami jeden głos (choćby dana akcja była na co dzień uprzywilejowana co do głosu). Przytoczone rozwiązania składające się na zasadę tzw. przełamania wynikają odpowiednio z przepisów art. 80b ust. 1-3 ustawy o ofercie publicznej, przy czym każde z nich ma swoje zastosowanie tylko i wyłącznie wtedy, kiedy przewiduje to *expressis verbis* statut danej spółki publicznej. Rozwiązania określone w art. 80b ust. 1, 2 i 3 ustawy o ofercie publicznej są zresztą od siebie niezależne, gdyż statut spółki publicznej może przewidywać wyłącznie jedno z nich, bądź wszystkie na raz.³³⁰ Należy przy tym zwrócić uwagę, że zabiegi przewidziane zasadą tzw. przełamania nie mają trwałego charakteru. Mechanizmy takie, jak uchylenie ograniczeń zbywalności akcji czy zniesienie akcji wielogłosowych działają bowiem jednorazowo – na okoliczność związaną z trwającym wezwaniem majoryzacyjnym czy z pierwszym WZA po zakończeniu wezwania majoryzacyjnego – co oznacza, że wszelkie ograniczenia lub uprzywilejowania, które tracą swą aktualność w trybie art. 80b ustawy o ofercie publicznej, będą pozostawały w mocy w przyszłości.³³¹

1.5.6.12. Zasada wzajemności (art.80c ustawy o ofercie publicznej)

³²⁹ Zob. art. 12 ust. 1 dyrektywy ws. ofert przejęcia. Por. zapis referatu wygłoszonego przez A. Angelillis, C. Mosca, *op. cit.* – dokument dostępny w wersji elektronicznej na stronie internetowej pod adresem: <http://www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=57&cf=1> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

³³⁰ Por. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 434.

³³¹ Por. *Ibidem*, s. 430 i 433.

Innym jeszcze mechanizmem związanym z procedurą realizacji wezwania (wyłącznie majoryzacyjnego, obejmującego wszystkie pozostałe akcje spółki giełdowej), którego wzorzec normatywny stanowi regulacja unijna jest zasada tzw. wzajemności. Zasada ta ma swoje źródło w art. 12 ust. 3 dyrektywy ws. ofert przejęcia, a jej treść oraz zastosowanie pozostają ściśle związane z obiema zasadami opisanymi powyżej. Zgodnie bowiem z art. 80c ustawy o ofercie publicznej, którego przepisy inkorporują zasadę tzw. wzajemności, w przypadku wezwania majoryzacyjnego ogłoszonego przez spółkę publiczną niestosującą zasady tzw. neutralności (z art. 80a przedmiotowej ustawy) ani zasady tzw. przełamania (z art. 80b przedmiotowej ustawy), bądź przez podmiot zależny od tej spółki, WZA spółki giełdowej będącej celem przejęcia może podjąć uchwałę, że postanowienia jej statutu przewidujące te zasady nie mają zastosowania w odniesieniu do tego wezwania majoryzacyjnego. Uchwała taka obowiązuje przez okres 18 miesięcy od dnia jej wejścia w życie.

Rezultatem podjęcia przez WZA spółki giełdowej uchwały w trybie art. 80c ustawy o ofercie publicznej jest zarówno możliwość władz tejże spółki prowadzenia w sposób nieograniczony działań mających na celu udaremnienie ogłoszonego wezwania majoryzacyjnego oraz zachowanie w mocy wszelkich obowiązujących w spółce ograniczeń w zakresie zbywalności akcji lub uprzywilejowania akcji co do prawa głosu lub szczególnych uprawnień dotyczących wyboru władz – pomimo tego, że statut spółki zawiera postanowienia, o których mowa w art. 80a i art. 80b ustawy o ofercie publicznej. Należy podkreślić w tym miejscu, że analizowana uchwała nie powinna mieć charakteru abstrakcyjnego, co oznacza, że jej podjęcie wywołuje skutki wyłącznie w stosunku do danego wezwania majoryzacyjnego ogłoszonego przez określoną spółkę publiczną (bądź jej podmiot zależny), w której statucie nie obowiązują zasady tzw. neutralności ani tzw. przełamania.³³²

Ratio legis opisanej zasady tzw. wzajemności, jak sama jej nazwa wskazuje, polega na założeniu zrównania sytuacji prawnej podmiotów uczestniczących w procesie wezwania majoryzacyjnego ogłoszonego w celu (wrogiego) przejęcia kontroli. Zastosowanie przedmiotowej zasady przez spółkę publiczną będącą obiektem przejęcia ma stworzyć jej takie warunki prawne do skutecznej obrony przed próbą takiego przejęcia, które będą zwierciadlanym odbiciem rozwiązań funkcjonujących w tej materii w spółce publicznej będącej organizatorem wezwania majoryzacyjnego.

³³² Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 511.

1.5.6.13. Przyjmowanie zapisów i zakończenie procedury wezwania

Docelowym etapem realizacji każdego wezwania na akcje jest jego rozliczenie. W tej materii zasadniczą rolę odgrywają regulacje rozporządzenia ws. wzorów wezwań, poświęcone przyjmowaniu zapisów oraz nabywaniu akcji objętych tymi zapisami.

W myśl § 5 ust. 1 rozporządzenia ws. wzorów wezwań przyjmowanie zapisów rozpoczyna się nie wcześniej niż w 14. dniu roboczym i nie później niż w 37. dniu roboczym po dniu przekazania zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania w trybie art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, jednak w żadnym wypadku nie wcześniej niż w 1. dniu roboczym po opublikowaniu treści ogłoszonego wezwania w co najmniej jednym dzienniku o zasięgu ogólnopolskim. Okres przyjmowania zapisów został jednocześnie zróżnicowany na tle rozporządzenia wykonawczego – w zależności od rodzaju przeprowadzanego wezwania na akcje. Mianowicie, przyjmowanie zapisów na akcje w odpowiedzi na wezwanie majoryzacyjne ogłoszone na wszystkie pozostałe akcje w spółce publicznej powinno trwać nie krócej niż 30 dni i nie dłużej niż 70 dni, zaś przyjmowanie zapisów na akcje w ramach wezwania majoryzacyjnego związanego z przekroczeniem pułapu 33% ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej – nie krócej niż 14 dni i nie dłużej niż 70 dni.³³³ W wyjątkowych przypadkach, wymienionych w § 5 ust. 3 i 4 rozporządzenia ws. wzorów wezwań istnieje możliwość, odpowiednio, wydłużenia bądź skrócenia wskazanych terminów przyjmowania zapisów.

W następstwie przyjęcia zapisów złożonych w odpowiedzi na wezwanie zawarta powinna zostać transakcja nabycia akcji objętych złożonymi zapisami. Ze względu na kwalifikację wezwania na akcje jako wiążącej oferty w kontekście cywilnoprawnym, przyjmując zresztą należy, że akcjonariuszom, którzy dokonali zapisów w odpowiedzi na wezwanie służy roszczenie o zawarcie tejże transakcji w stosunku do wzywającego. W myśl § 10 ust. 1 i 2 rozporządzenia ws. wzorów wezwań przedmiotowa transakcja nabycia akcji powinna nastąpić najpóźniej w ciągu 3 dni roboczych po upływie terminu przyjmowania zapisów, jednakże nie wcześniej niż po upływie 14 dni roboczych od dnia rozpoczęcia przyjmowania tychże zapisów. Zapisanie akcji nabytych w trybie wezwania na rachunku wzywającego następuje z kolei w dniu rozliczenia transakcji nabycia tych akcji w KDPW, przy czym nie później niż trzeciego dnia roboczego od dnia jej dokonania.³³⁴

³³³ Zob. § 5 ust. 2 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

³³⁴ Zob. § 10 ust. 3 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

Po przeprowadzeniu (rozliczeniu) wezwania na akcje na wzywającym spoczywają jeszcze obowiązki o charakterze informacyjnym, zwięzające całą procedurę. Zgodnie z art. 77 ust. 7 ustawy o ofercie publicznej, wzywający, za pośrednictwem domu maklerskiego pośredniczącego w organizacji wezwania, winien, po jego zakończeniu, zawiadomić w trybie art. 69 tejże ustawy, o liczbie akcji nabytych w rezultacie wezwania oraz o procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów osiągniętej w spółce publicznej w wyniku wezwania.³³⁵

1.5.7. Zasady ustalania ceny akcji, których dotyczy wezwanie

Jednym z najważniejszych problemów (jeśli nie najważniejszym) w ramach realizacji każdego rodzaju wezwania na akcje jest określenie ceny proponowanej za akcje, które stanowią przedmiot danego wezwania. Takie postawienie sprawy nie wynika wyłącznie z faktu, że koniecznym elementem treści wezwania jest oznaczenie ceny proponowanej za akcje, ale, przede wszystkim, ma swoje uzasadnienie funkcjonalne.

Z jednej strony, jak zostało już opisane we wcześniejszych fragmentach rozprawy, główną funkcją mechanizmu wezwania na akcje jest ochrona interesów (ekonomicznych) akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej, w której nabywane są znaczne ilości akcji. Ochrona ta realizowana zaś jest, w szczególności, poprzez umożliwienie tym akcjonariuszom wyjścia ze spółki (lub ograniczenia w niej zaangażowania) na uczciwych warunkach, a tym samym zbycia posiadanych przez nich akcji za godziwą cenę (ang. *equitable price*).³³⁶

Z drugiej strony jednak należy zwrócić uwagę, że, o ile dbałość ustawodawcy o uzyskanie godziwej ceny za akcje przez akcjonariuszy mniejszościowych w spółce publicznej będącej obiektem przejęcia kontroli zdaje się funkcjonalnie uzasadniona, m.in. potrzebą zapewnienia im równomiernego uczestnictwa w tzw. premii za kontrolę (ang. *control premium*), o tyle ingerencja normatywna w sposób określania ceny proponowanej za akcje w ilości nie gwarantującej kontroli nad spółką ma nazbyt ekstensywny charakter i może budzić

³³⁵ W literaturze przedmiotu dyskutowany jest termin, w jakim winno zostać dokonane przedmiotowe zawiadomienie, albowiem art. 69 ustawy o ofercie publicznej wskazuje na dwa różne terminy, to jest 4-dniowy oraz 6-dniowy. Zdaje się jednak, że pomimo szczególnego trybu nabycia akcji w ramach wezwania transakcja ta jest zawierana w oparciu o mechanizm rynku regulowanego. Z tego względu przyjąć należy, że zastosowanie do obowiązku informacyjnego, o którym mowa w art. 77 ust.7 ustawy o ofercie publicznej ma termin 6 dni sesyjnych od dnia zawarcia przedmiotowej transakcji. Por. S. Jakszuk, J. Róg (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, op. cit., s. 316. Odmiennie M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], op. cit., s. 395.

³³⁶ Zob. szerzej pkt 1.5.4.1. powyżej.

sprzeciw w kontekście fundamentalnej zasady prawa prywatnego, to jest swobody kontraktowania w obrocie gospodarczym.³³⁷

Polski ustawodawca zdecydował się ukształtować mechanizm ustalania ceny proponowanej za akcje, co do zasady, w komplementarny sposób w odniesieniu do każdego z wezwań majoryzacyjnych. Metodologię wyznaczania przedmiotowej ceny zawierają poszczególne przepisy art. 79 ustawy o ofercie publicznej, które w dużej mierze stanowią pochodną standardów wprowadzonych w dyrektywie ws. ofert przejęcia, a ściśle rzecz biorąc w art. 5 ust. 4 tego aktu prawa wspólnotowego.

Przede wszystkim, dokonując implementacji wskazanego przepisu dyrektywy ws. ofert przejęcia, w art. 79 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej przyjęto, że cena akcji proponowana w wezwaniu generalnie nie może być niższa od najwyższej ceny, jaką wzywający, podmioty z nim powiązane kapitałowo lub działające z nim w porozumieniu (ang. *acting in concert*) zapłaciły za te akcje w okresie ostatnich 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.³³⁸ W ramach wezwania majoryzacyjnego z art. 74 ustawy o ofercie publicznej cena proponowana za akcje nie może być zarazem niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania (art. 79 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej). Metoda ustalenia ceny minimalnej na podstawie wskazanych regulacji, podobnie jak wzorzec europejski, odwołuje się więc do ceny historycznej, która uiszczona została za akcje spółki publicznej będącej obiektem przejęcia.

Niezależnie od wdrożenia metodologii ustalania ceny za akcje w wezwaniu zaczerpniętej z regulacji unijnej, polski prawodawca stworzył równoległe podstawowy mechanizm wyznaczania takiej ceny w oparciu o kryterium uśrednionej historycznej ceny rynkowej lub pomocnicze kryterium wartości godziwej. W świetle bowiem art. 79 ust. 1, odpowiednio, pkt 1) lub 2) ustawy o ofercie publicznej, cena proponowana za akcje w wezwaniu z art. 73 i art. 74 tejże ustawy nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu ostatnich 6 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, podczas których dokonywany był

³³⁷ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 492. Na temat zasady swobody umów oraz jej granic zob. np. Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 132 i nast.; P. Machnikowski (w:) E. Łętowska (red.) *System Prawa Prywatnego. Prawo Zobowiązań – część ogólna. Tom 5..., op. cit.*, s. 462-501; A. Olejniczak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2014, s. 42-50; P. Machnikowski (w:) E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 644-650.

³³⁸ Niejako uzupełniająco art. 79 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej stanowi, że cena proponowana za akcje w wezwaniu z art. 73 i art. 74 tejże ustawy nie może być również niższa od najwyższej wartości rzeczy lub praw, które wzywający, podmioty z nim powiązane kapitałowo lub działające z nim w porozumieniu, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed jego ogłoszeniem wezwania.

obróć tymi akcjami na rynku głównym albo od średniej ceny rynkowej z krótszego okresu, jeśli obrót akcjami był dokonywany na rynku głównym przed krótszy okres, lub od wartości godziwej tychże akcji, w przypadku braku możliwości ustalenia ceny zgodnie z pkt 1) albo w przypadku spółki, względem której toczy się postępowanie układowe lub upadłościowe.³³⁹ Należy przy tym zwrócić uwagę, że kryterium wartości godziwej, do której odwołuje się ustawodawca w przytoczonym wyżej przepisie art. 79 ust. 1 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej nie jest tożsame z pojęciem ceny godziwej (ang. *equitable price*), o której mowa w art. 5 ust. 4 dyrektywy ws. ofert przejęcia. Wartość godziwa stanowi bowiem termin ekonomiczny wykorzystywany w celach sprawozdawczości finansowej. Zgodnie z art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości³⁴⁰ za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami. Z kolei wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca.³⁴¹

Zasygnalizować w tym miejscu trzeba, że na mocy nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, która weszła w życie w styczniu 2009 roku, do art. 79 tejże ustawy dodano przepisy ust. 4a-4f.³⁴² Wprowadzają one dodatkową procedurę umożliwiającą modyfikację ceny proponowanej za akcje w wezwaniu, która wyznaczona została w trybie podstawowym, to jest zgodnie z art. 79 ust. 1 i 2 ustawy o ofercie publicznej – w razie, gdy wysokość tak wyznaczonej ceny odbiega w sposób znaczny od wartości godziwej akcji, za które została zaproponowana. Modyfikacja ceny możliwa jest na wniosek wzywającego i za zgodą KNF wyrażoną w formie decyzji administracyjnej, przy czym w razie powzięcia przez ów organ wątpliwości co do zasadności modyfikacji ceny proponowanej za akcje w ramach

³³⁹ Szczegółowo na temat problematyki określania ceny akcji w wezwaniu na podstawie regulacji art. 79 ustawy o ofercie publicznej zob. np. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 492-497 lub M. Matuszyński (w:) T. Sójka (red.), M. Matuszyński [et al.], *op. cit.*, s. 477-491.

³⁴⁰ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 395 ze zm., dalej jako „ustawa o rachunkowości”.

³⁴¹ Szerzej nt. określenia ceny proponowanej za akcje w wezwaniu w oparciu o ich wartość godziwą zob. np. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 494-495 lub A. Famirski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 476-477.

³⁴² Zob. art. 1 pkt 67) lit. b) ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. z 2008 r. Nr 231, poz. 1547).

organizowanego wezwania, może on zlecić sporządzenie odpowiedniej wyceny akcji podmiotowi uprawnionemu do badania sprawozdań finansowych (biegłemu rewidentowi).³⁴³

W końcu, należy podkreślić, że, w przeciwieństwie do unormowań obowiązujących np. w prawie niemieckim, polska regulacja wezwań na akcje w zakresie dotyczącym ceny nie zawiera przepisów oznaczających walutę, w której cena ta winna być uregulowana przez wzywającego.³⁴⁴ Pomimo to jednak wydaje się, że ze względów praktycznych, a w szczególności, ze względu na potencjalne ryzyko związane z kursem wymiany walut, cena proponowana za akcje w wezwaniu organizowanym w obrębie polskiego rynku regulowanego powinna być określona w złotych polskich.³⁴⁵

1.5.8. Zasady zamiany akcji, których dotyczy wezwanie na inne papiery wartościowe

Jak zostało już ustalone, wezwanie na akcje może mieć postać wezwania do sprzedaży lub wezwania do zamiany akcji. W pierwszym przypadku, mamy do czynienia ze świadczeniem pieniężnym, które, w ramach zawieranej w trybie wezwania umowy sprzedaży, winno być zrealizowane przez wzywającego zgodnie z zasadami opisanymi powyżej. W drugim zaś przypadku, stanowiącym w istocie umowę zamiany, występuje świadczenie wzajemne, którego treść precyzują przepisy art. 76 ustawy o ofercie publicznej.

W myśl art. 76 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, przedmiotem świadczenia wzajemnego, realizowanego w zamian za akcje objęte wezwaniem do zapisywania się na zamianę akcji, w przypadku wezwania z art. 73 ustawy o ofercie publicznej, mogą być wyłącznie zdematerializowane: akcje innej spółki, kwity depozytowe lub listy zastawne, jak również obligacje emitowane przez Skarb Państwa (w dowolnej formie, to jest zarówno zdematerializowane oraz niezdematerializowane). Z kolei, w świetle ustępu 1a tego samego artykułu ustawy o ofercie publicznej, przedmiotem świadczenia wzajemnego wzywającego, w ramach wezwania do zamiany akcji w trybie art. 74 tejże ustawy, mogą być już tylko zdematerializowane akcje innej spółki lub inne zdematerializowane zbywalne papiery wartościowe dające prawo głosu w spółce. Jak więc widać, przedmiot dopuszczalnego świadczenia wzajemnego realizowanego przy wezwaniu do zamiany akcji został ograniczony do stypizowanych kategorii papierów wartościowych, przy czym ich katalog zróżnicowano w

³⁴³ Obszerniej na temat procedury modyfikacji ceny na podstawie przepisów art. 79 ust. 4a-4f ustawy o ofercie publicznej zob. np. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 496-497 lub M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 406-407.

³⁴⁴ Por. np. § 31 ust. 2 zd. 1. ustawy z dnia 20 grudnia 2001 r. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)* (BGBl. Jahrgang 2001 Teil I Nr 72, s. 3822), dalej jako „WpÜG”.

³⁴⁵ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 53.

zależności od rodzaju (rozmiaru) ogłaszanego wezwania. Można stwierdzić, że im bardziej rozległe jest ogłaszane wezwanie, tym większa zdaje się restryktywność ustawodawcy w odniesieniu do kręgu papierów wartościowych jakie wzywający może zaoferować do zamiany. W szczególności, dziwić może, że pośród rodzajów obligacji, które potencjalnie mogą stanowić przedmiot zamiany w przypadku wezwania związanego z przekroczeniem pułapu 33% ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej (art. 76 ust. 1 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej) wymienione zostały jedynie obligacje Skarbu Państwa, a brakuje obligacji korporacyjnych, komunalnych czy emitowanych przez inne państwa członkowskie UE, zaś w przypadku wezwania obejmującego wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej (art. 76 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej) brakuje nawet obligacji emitowanych przez Skarb Państwa.³⁴⁶

Z drugiej strony, omawiana regulacja polega na implementacji źródłowego art. 5 ust. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia, który, określając dopuszczalne formy zapłaty (świadczenia) za akcje nabywane w trybie wezwania (oferty przejęcia), stanowi, że w razie transakcji zamiany papiery wartościowe oferowane przez wzywającego powinny być płynne (ang. *liquid securities*) oraz dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. W sytuacji zaś, kiedy walory oferowane w zamian za akcje spółki będącej obiektem przejęcia nie spełniają tych wymogów, wzywający jest zobowiązany do przedstawienia alternatywy w postaci świadczenia pieniężnego.³⁴⁷ Tak wymagający kształt europejskiego wzorca normatywnego częściowo tłumaczy więc dość wąski katalog papierów wartościowych, które wzywający ma prawo zaproponować w zamian za akcje, zgodnie z przepisami art. 76 ustawy o ofercie publicznej. Można bowiem przypuszczać, że sformułowanie ograniczonego katalogu walorów możliwych do zamiany na akcje będące przedmiotem wezwania było świadomym zabiegiem naszego prawodawcy i miało na celu odzwierciedlać wymóg płynności zastrzeżony w dyrektywie unijnej, a co za tym idzie służyć zabezpieczeniu interesów akcjonariuszy mniejszościowych odpowiadających na wezwanie.

Jakkolwiek polska regulacja *expressis verbis* nie formułuje wymogu płynności papierów wartościowych proponowanych przez wzywającego jako świadczenie wzajemne, to jednak nawiązuje do alternatywy pieniężnej, którą wzywający ma obowiązek zaproponować, zgodnie ze standardami dyrektywy ws. ofert przejęcia. Stosownie bowiem do art. 76 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej w przypadku wezwania majoryzacyjnego ogłoszonego na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej wzywający musi umożliwić akcjonariuszom mniejszościowym sprzedaż akcji, to jest zaproponować im zapłatę ceny na zasadach

³⁴⁶ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 473.

³⁴⁷ Zob. art. 5 ust. 5 zdanie 2. dyrektywy ws. ofert przejęcia.

określonych w art. 79 ust. 1-3 ustawy o ofercie publicznej – nawet jeśli wezwanie ma postać wezwania do zamiany akcji. Należy zauważyć, że przywołana regulacja dotyczy tylko i wyłącznie wezwania z art. 74 ustawy o ofercie publicznej, a co za tym obowiązek zaoferowania alternatywy pieniężnej nie ciąży na podmiotach ogłaszających wezwanie, o którym mowa w art. 73 tej ustawy.

W końcu, trzeba również zwrócić uwagę, że za cenę proponowaną w przypadku wezwania do zapisywania się na zamianę akcji, uważa się wartość papierów wartościowych proponowanych przez wzywającego jako świadczenie wzajemne. Reguły, zgodnie z którymi określa się wartość przedstawionych do zamiany papierów wartościowych zostały przyjęte w art. 79 ust. 5 i 6 ustawy o ofercie publicznej. Co do zasady, reguły te jawią się w sposób analogiczny do metod szacowania ceny akcji będących przedmiotem wezwania, zgodnie z art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej.³⁴⁸

1.5.9. Mechanizm tzw. wezwania dobrowolnego

Polski reżim obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych nie przewiduje modelu wezwania dobrowolnego, choć jego uregulowanie w naszym porządku prawnym jest możliwe, a zarazem dopuszczalne z punktu widzenia prawa europejskiego.³⁴⁹ Z opcji takiej skorzystał już dawno np. niemiecki ustawodawca, który na mocy § 10 *WpÜG* przewidział procedurę ogłoszenia dobrowolnego publicznego wezwania (niem. *freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot*) polegającego na ofercie mogącej obejmować wszystkie akcje spółki publicznej, nad którą ma zostać przejęta kontrola.³⁵⁰

Wprowadzenie przepisów poświęconych wezwaniu dobrowolnemu do polskiego ustawodawstwa rynku giełdowego jest rozważane od dłuższego czasu.³⁵¹ Niemniej jednak, zakres zastosowania wezwania dobrowolnego byłby dotychczas bardzo wąski zważywszy na regulację tzw. „małego” wezwania, która obowiązywała do 16 marca 2017 r. W znowelizowanym stanie prawnym regulacja normatywna wezwania dobrowolnego zyskałaby jednak realne znaczenie w praktyce. *De lege ferenda* należałoby rozważyć wdrożenie

³⁴⁸ Zob. szerzej pkt 1.5.8. niniejszej pracy. Por. także M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 407.

³⁴⁹ Zob. art. 5 ust. 2 dyrektywy ws. ofert przejęcia. Szerzej na temat mechanizmu wezwania dobrowolnego zob. np. A. Puchalski, *Funkcje...*, *op. cit.*, s. 57, 135, 137 i 271; a także R.F. Szymański, *op. cit.*, s. 19.

³⁵⁰ Zob. np. S. F. Oppenhoff, *Implementation of the European Takeover Directive in Germany* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 318.

³⁵¹ Zob. np. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 436.

konstrukcji wezwania dobrowolnego w miejsce uchylonego obowiązku wezwania zapobiegającego tzw. efektowi popytowemu.³⁵²

Warto zwrócić uwagę, że *de lege lata* dobrowolne ogłoszenie – na wzór wezwania – propozycji nabycia znacznej ilości akcji spółki publicznej (jednakowoż nie na tyle dużej, aby ziściły się przesłanki ogłoszenia wezwania obligatoryjnego) jest jak najbardziej możliwe. Dobrowolne wezwanie pozostałych akcjonariuszy spółki giełdowej do sprzedaży lub zamiany należących do nich akcji w zakresie nie objętym unormowaniami rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, stanowi bowiem – tak samo jak zdarzenia określone w tych unormowaniach – ofertę w rozumieniu przepisów k.c. i, jako takie, podlega wyłącznie ograniczeniom wynikającym z zasady swobody zawierania umów.³⁵³

Wzywający dobrowolnie nie jest rzecz jasna obciążony wymogami ustawowymi dedykowanymi dla wezwań obligatoryjnych, jednak, wstępując w charakterze oferenta, powinien liczyć się z tym, że im niższe standardy będą cechowały jego propozycję (np. brak profesjonalnego pośrednictwa domu maklerskiego, ustanowienia zabezpieczenia, określenia ceny minimalnej czy, w końcu, przejrzystości informacyjnej), tym mniej atrakcyjna może się ona okazać dla akcjonariuszy mniejszościowych, do których ją adresuje. Ze względu na tę właśnie kwestię, warto zastanowić się nad potrzebą istnienia regulacji normatywnej wezwania dobrowolnego, a także jej kształtem.

Przede wszystkim, przyjęcie regulacji poświęconej wezwaniu dobrowolnemu zapewniłoby standaryzację procesów nabywania znacznych pakietów akcji, które nie podlegają reżimowi wezwań obowiązkowych. Co za tym idzie, zoptymalizowany zostałby poziom pewności i bezpieczeństwa interesów uczestników transakcji na rynku giełdowym, dzięki czemu byłiby oni bardziej zainteresowani ich dokonywaniem.³⁵⁴ Ponadto, uregulowanie mechanizmu wezwania dobrowolnego sprzyjałoby niewątpliwie stabilizacji kursu akcji w obliczu wystąpienia nagłego, zwiększonego popytu na nie, a także wzrostowi ogólnej przejrzystości obrotu giełdowego.

Kształt regulacji jakim mogłoby podlegać owo wezwanie powinien być znacznie bardziej elastyczny. Procedura wezwania dobrowolnego, niejako z założenia, winna być mniej sformalizowana niż ma to miejsce w przypadku procedury właściwej dla wezwań obowiązkowych. W szczególności, regulację normatywną wezwania dobrowolnego *de lege ferenda* należałoby sformułować w oparciu o większy zakres swobody wzywającego

³⁵² Zob. szerzej R.F. Szymański, *op. cit.*, s. 20.

³⁵³ Por. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 436.

³⁵⁴ Zob. szerzej R.F. Szymański, *op. cit.*, s. 20.

(oferenta) odnośnie do określenia istotnych elementów treści oferty (transakcji) nabycia znacznego pakietu akcji (takich, jak proponowana cena akcji i sposób jej zapłaty, ustanowienie zabezpieczenia i wybór jego formy, oznaczenie progu dojścia wezwania do skutku, zastrzeżenie warunków prawnych czy możliwości odstąpienia od ogłoszonego wezwania). Wydaje się bowiem, że tylko tak zachęcający kształt regulacji wezwania dobrowolnego motywowałby potencjalnych inwestorów do zwiększonej aktywności na forum obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a zarazem mógłby się przyczynić do ogólnego wzrostu zainteresowania rynkiem giełdowym. Od strony funkcjonalnej wezwanie dobrowolne powinno przecież stanowić korzystną alternatywę normatywną względem instytucji wezwania obligatoryjnego, stwarzając zawsze potencjalnym inwestorom bardziej dogodne – mniej restrykcyjne – warunki prawne do zakupu znaczących ilości akcji spółki publicznej.

1.6. Rozszerzony zakres podmiotowy obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych (art. 87 ustawy o ofercie publicznej)

1.6.1. Argumenty celowościowe

Treść przepisów stojących u podstaw omówionych wyżej obowiązków notyfikacyjnych oraz dotyczących ogłaszania wezwań na akcje może powodować pewne wątpliwości jeśli chodzi o identyfikację kręgu podmiotów, na których te obowiązki mogą spoczywać. *Stricte* literalna interpretacja regulacji art. 69 oraz art. 73 i art. 74 ustawy o ofercie publicznej pozwala bowiem jedynie stwierdzić, że do realizacji ustanowionych tymi przepisami wymogów zobowiązani są nabywcy lub zbywcy znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych, a ściśle rzecz biorąc podmioty, które mają już status (znacznego) akcjonariusza w danej spółce publicznej lub mają zamiar taki status uzyskać, w związku z dokonaniem transakcji na akcjach tejże spółki (i osiągnięciem lub przekroczeniem kwalifikowanego udziału w ogólnej liczbie głosów).³⁵⁵ *De lege lata* zakres podmiotowy obowiązków określonych w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej obejmuje jednak nie tylko obecnych lub przyszłych akcjonariuszy nabywających (lub zbywających) znaczne ilości akcji w spółce giełdowej, ale, ze względów aksjologicznych przyświecających badanym obowiązkom, rozszerza się również na inne grupy podmiotów. Zgodnie z przepisami art. 87 ustawy o

³⁵⁵ Zob. także . Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 76.

ofercie publicznej, należą do nich: fundusze inwestycyjne wchodzące w skład towarzystwa funduszy inwestycyjnych bądź powiązane z innymi funduszami inwestycyjnymi zarządzanymi przez ten sam podmiot; nabywcy (lub zbywcy) kwitów depozytowych; podmioty posiadające akcje w imieniu własnym, lecz działające na zlecenie lub na rzecz nabywców znacznych pakietów akcji; pełnomocnicy upoważnieni do wykonywania prawa głosu na WZA; oraz *last but not least* podmioty działające w porozumieniu (ang. *acting in concert*). *Ratio legis* takiego rozszerzenia podmiotowego zakresu zastosowania regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej należy upatrywać w próbie zidentyfikowania rozmaitych relacji faktycznych lub prawnych, których charakterystyka powoduje, że podmioty nimi związane należy postrzegać *de iure* jako jeden podmiot – w celu zwiększenia praktycznej skuteczności przedmiotowych regulacji.³⁵⁶ Poza tym, założeniem, którym kierował się nasz ustawodawca rozszerzając katalog podmiotów zobowiązanych było dążenie do transparentności rynku i ułatwienie podejmowania decyzji inwestycyjnych, a przeto optymalizacja ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w obliczu istotnych zmian zachodzących w strukturze udziałów spółek giełdowych, których akcje posiadają.³⁵⁷

1.6.2. Powinności funduszu inwestycyjnego i alternatywnej spółki inwestycyjnej

Jednym ze szczególnych przypadków skatalogowanych w art. 87 ustawy o ofercie publicznej jest rozszerzenie zakresu zastosowania obowiązków związanych ze zmianami stanu posiadania w spółkach publicznych również na fundusze inwestycyjne i alternatywne spółki inwestycyjne. Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spoczywają na funduszu inwestycyjnym – również wtedy, gdy osiągnięcie lub przekroczenie kwalifikowanego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez inne fundusze inwestycyjne zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub inne fundusze inwestycyjne utworzone poza granicami Polski, ale zarządzane przez ten sam podmiot. Podobną konstrukcję w stosunku do alternatywnych spółek inwestycyjnych przewiduje przepis art. 87 ust. 1 pkt 2a) ustawy o ofercie publicznej, dodany w drodze jej nowelizacji z 2016 r.³⁵⁸ Zważywszy na analogię konstrukcyjną rozszerzenia zakresu zastosowania obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji zarówno w stosunku do funduszu

³⁵⁶ Tak też A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 565.

³⁵⁷ Zob. szerzej uzasadnienie projektu ustawy o ofercie publicznej, s. 25.

³⁵⁸ Zob. ustawę z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r. poz. 615), której przepisy weszły w życie z dniem 4 czerwca 2016 r.

inwestycyjnego, jak i do alternatywnej spółki inwestycyjnej, oba te przypadki będą poniżej omówione na przykładzie funduszu inwestycyjnego.

Nie ulega kwestii, że fundusz inwestycyjny, jako osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie kapitału w papiery wartościowe, może nabywać akcje spółek publicznych, a zatem występować w charakterze akcjonariusza tego typu spółki.³⁵⁹ W tym sensie fundusz inwestycyjny podlega obowiązkom, o których mowa w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej na takich samych zasadach, jak akcjonariusze charakteryzujący się jakąkolwiek inną formą prawną. Zważywszy jednak na szczególny charakter gospodarczy funduszu inwestycyjnego, a zarazem możliwość zrzeszenia funduszu inwestycyjnego w strukturze towarzystwa, które go reprezentuje i nim zarządza³⁶⁰, omawiana regulacja nakazuje sumować udziały posiadane w spółce publicznej przez fundusz inwestycyjny z udziałami tejże spółki należącymi do innych funduszy inwestycyjnych zrzeszonych w ramach jednego i tego samego towarzystwa lub działających zagranicą, o ile są zarządzane przez jeden i ten sam podmiot. W rezultacie zatem, dokonując analizy stanu posiadania danego funduszu inwestycyjnego w kontekście obowiązków z art. 69 lub art. 73-74 ustawy o ofercie publicznej, należy brać pod uwagę w sposób kumulatywny również udziały w ogólnej liczbie głosów w spółce giełdowej należące w danym momencie do wszystkich pozostałych i powiązanych ze sobą (dominujących i zależnych) funduszy inwestycyjnych.³⁶¹

1.6.3. Powinności uprawnionego z kwitów depozytowych

Rozszerzenie zakresu podmiotowego obowiązków związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji spółek publicznych następuje również w odniesieniu do podmiotów uprawnionych z kwitów depozytowych. Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej przedmiotowe obowiązki konkretyzują się także w sytuacji osiągnięcia lub przekroczenia ustawowego progu ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej w związku z nabyciem lub zbyciem kwitów depozytowych opiewających na akcje spółki publicznej. Sens tego rozwiązania polega na naturze jurydycznej kwitów depozytowych, jako papierów wartościowych emitowanych przez instytucje finansowe, inkorporujących w sobie, w szczególności, prawo do zamiany na innego rodzaju papiery wartościowe oraz prawo do

³⁵⁹ Zob. art. 3 ust. 1 o funduszach inwestycyjnych.

³⁶⁰ Zob. art. 4 ust. 1 i 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych.

³⁶¹ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 567, a także M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 475-476.

pobierania z nich pożytków, zgodnie z warunkami emisji kwitów depozytowych.³⁶² Najczęściej, kiedy kwity depozytowe opiewają na akcje spółki publicznej, posiadacz kwitów uprawniony jest m.in. w kompetencję do wydawania wiążących instrukcji w zakresie wykonywania prawa głosu z tychże akcji, a co za tym idzie, ma możliwość realnego oddziaływania na spółkę. W tym kontekście status korporacyjnoprawny podmiotu uprawnionego z kwitów depozytowych wystawionych w związku z akcjami danej spółki publicznej jest w dużej mierze podobny do statusu jej akcjonariusza, co tłumaczy zastosowanie wobec tego podmiotu reżimu obowiązków przewidzianych w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej.³⁶³

Na koniec należy podkreślić, że omawiane rozciągnięcie zakresu podmiotowego tych obowiązków ma zastosowanie wyłącznie z związku „z nabywaniem lub zbywaniem kwitów depozytowych”. Oznacza to, że do aktualizacji obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji w stosunku do podmiotu uprawnionego z kwitów depozytowych może dojść jedynie wtedy, gdy jego stan posiadania uległ zmianie w rezultacie transakcji mającej za przedmiot nabycie lub zbycie tychże kwitów. Przypadek ten, zgodnie z regułą *exceptiones non sunt extendendae*, nie powinien być traktowany rozszerzająco.³⁶⁴

1.6.4. Obowiązki związane z działaniem osób trzecich

Art. 87 ustawy o ofercie publicznej rozszerza zakres podmiotowy obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji także o przypadki związane z działaniem osób trzecich, które, polegając na obowiązywaniu rozmaitych relacji: posiadają akcje spółki publicznej w imieniu własnym, lecz działają na zlecenie lub na rzecz podmiotu zobowiązanego (art. 87 ust. 1 pkt 3) lit. a ustawy o ofercie publicznej); zarządzają portfelami inwestycyjnymi, mając zarazem możliwość swobodnego wykonywania prawa głosu z akcji zlecniodawców (art. 87 ust. 1 pkt 3) lit. b ustawy o ofercie publicznej); wykonują prawa głosu z akcji podmiotu zobowiązanego, na podstawie umowy mającej za przedmiot przekazanie uprawnienia do wykonywania prawa głosu (art. 87 ust. 1 pkt 3) lit. c ustawy o ofercie publicznej). Każdy z tych przypadków ma na celu kumulować udziały poszczególnych podmiotów w danej spółce giełdowej w ten sposób, że kiedy po ich zsumowaniu dochodzi do osiągnięcia lub

³⁶² Zob. definicję kwitu depozytowego w myśl art. 3 pkt 30 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Szerzej na temat instytucji kwitów depozytowych zob. np. T. Sójka (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 694.

³⁶³ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 523-524.

³⁶⁴ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 566.

przekroczenia progów, o których mowa w art. 69 lub art. 73 i art. 74 ustawy o ofercie publicznej, to aktualizują się obowiązki, odpowiednio, notyfikacyjne lub związane z ogłoszeniem wezwania na akcje.³⁶⁵

Szczególną uwagę warto zwrócić na przypadek określony w art. 87 ust. 1 pkt 3) lit. a ustawy o ofercie publicznej mianem posiadania akcji w imieniu własnym, lecz działania na zlecenie lub na rzecz podmiotu zobowiązanego, z wyłączeniem akcji nabytych w ramach wykonywania czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 2) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Pomijając wątpliwości interpretacyjne, jakie wynikają z użytych w tym przepisie sformułowań³⁶⁶, należy stwierdzić, że przepis ten odwołuje się do odmiany zjawiska tzw. „parkowania akcji”, poprzez które rozumieć można pośrednictwo w posiadaniu akcji i wykonywaniu z nich uprawnień korporacyjnych.³⁶⁷ Owo „parkowanie akcji” jest zdarzeniem umożliwiającym formalne wycofanie się akcjonariusza ze spółki publicznej przy faktycznym zachowaniu przez niego uprawnień korporacyjnych, a co za tym idzie wykorzystywanym przez inwestorów w praktyce obrotu giełdowego w celu m.in. uchylenia się od obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji.³⁶⁸ Niezależnie jednak od tego jakie powody przyświecają w danym przypadku procederowi „parkowania akcji”, analizowana regulacja powoduje, że akcje posiadane bezpośrednio przez akcjonariusza oraz te, które zostały przez niego „zaparkowane” podlegają zsumowaniu. W ostatecznym rozrachunku istotne jest czy w ramach działania określonego hipotezą normy prawnej art. 87 ust. 1 pkt 3) lit. a ustawy o ofercie publicznej dochodzi do osiągnięcia lub przekroczenia jakiegokolwiek z kwalifikowanych progów udziału w ogólnej liczbie głosów spółki publicznej. Jeśli tak, to za sprawą przedmiotowej regulacji obowiązki, o których mowa w art. 69 lub art. 73-74 ustawy o ofercie publicznej mają zastosowanie wobec faktycznego akcjonariusza, czyli podmiotu, na zlecenie lub na rzecz którego działa osoba trzecia (najczęściej dom maklerski świadczący usługi „parkowania akcji”).³⁶⁹

1.6.5. Powinności pełnomocnika

³⁶⁵ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 567-569 oraz M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 476-479.

³⁶⁶ Jurydycznie nietrafione jest rozróżnienie przez ustawodawcę działania „na zlecenie lub na rzecz” albowiem każde działanie na czyjąś rzecz jest *de iure* działaniem na czyjeś zlecenie. Wydaje się, że zamiast określenia „na rzecz” ustawodawca mógłby raczej posłużyć się określeniem „na rachunek”. Zob. M. Romanowski, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 913, a także A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 568.

³⁶⁷ Zob. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 478; por. także M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 526-527.

³⁶⁸ Zob. np. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 478.

³⁶⁹ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 527.

Pośród regulacji rozszerzających podmiotowy zakres zastosowania powinności nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych przewidziano również przypadek obciążający pełnomocnika głosującego na WZA takiej spółki. Zgodnie z przepisem art. 87 ust. 1 pkt 4) ustawy o ofercie publicznej badane obowiązki aktualizują się wobec pełnomocnika, który został umocowany przez akcjonariusza spółki publicznej do reprezentowania go i wykonywania prawa głosu z jego akcji na WZA, z wyjątkiem jednak sytuacji kiedy akcjonariusz (mocodawca) wydał pełnomocnikowi wiążące pisemne instrukcje co do sposobu głosowania. Jeśli zatem akcjonariusz spółki publicznej udzielił pełnomocnictwa nieograniczonego żadnymi dyspozycjami co do sposobu głosowania, to w kontekście regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej stan posiadania zarówno akcjonariusza (mocodawcy), jak i pełnomocnika podlega zsumowaniu, a – w razie osiągnięcia lub przekroczenia w tym trybie jakiegokolwiek z kwalifikowanych progów ogólnej liczby głosów – adresatem obowiązków jest pełnomocnik.

Ratio legis analizowanego przypadku polega, przede wszystkim, na założeniu, że pełnomocnik posiadający własne akcje w spółce publicznej, a zarazem dysponujący w swobodny sposób prawem głosu z akcji swego mocodawcy, zyskuje odpowiednio silniejszą pozycję i możliwość realnego oddziaływania na stosunki korporacyjne panujące w spółce publicznej.³⁷⁰ Niemniej jednak, biorąc pod uwagę naturę prawną pełnomocnictwa do głosowania na WZA spółki giełdowej, a także praktykę rynku w tym zakresie, niesłuszne byłoby uznanie omawianej sytuacji za równoznaczną z uzyskaniem faktycznej (permanentnej) kontroli nad spółką publiczną. Przypadek swobodnego głosowania z akcji spółki publicznej przez pełnomocnika należy raczej interpretować jako uzyskanie przez pełnomocnika tzw. kontroli incydentalnej.³⁷¹ W tym kontekście należy zresztą zwrócić uwagę na przepis art. 90 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, który ogranicza katalog obowiązków, jakie mogą spoczywać na pełnomocniku posiadającym umocowanie do głosowania wyłącznie podczas jednego WZA. Na pełnomocniku takim ciążyć mogą jedynie obowiązki notyfikacyjne z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, co oznacza, że jeśli w wyniku uzyskanego pełnomocnictwa jedynie na jedno WZA łączna liczba głosów należących do pełnomocnika osobiście oraz głosów wykonywanych przez niego na rzecz jego mocodawcy osiągnie lub przekroczy pułap 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w danej spółce giełdowej, to pełnomocnik nie ma obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje w trybie, odpowiednio, art. 73 lub art. 74 ustawy o

³⁷⁰ Zob. *Ibidem*, s. 529; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 570.

³⁷¹ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 529.

ofercie publicznej. Regulacja art. 90 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej stanowi tym samym istotny *lex specialis* w stosunku do przepisu art. 87 ust. 1 pkt 4) tejże ustawy.

1.6.6. Powinności podmiotów działających w porozumieniu (ang. *acting in concert*)

Reżimowi obowiązków spoczywających na nabywcach znacznych pakietów akcji spółek giełdowych poddane zostały również przypadki tzw. działania w porozumieniu (ang. *acting in concert*). Działanie wielu podmiotów (akcjonariuszy) w porozumieniu stanowi ważki proceder w kontekście faktycznego oddziaływania na relacje korporacyjne w spółkach publicznych lub realizowania wspólnej polityki (kontroli) gospodarczej nad takimi spółkami. Ramy tematyczne niniejszej rozprawy nie pozwalają na wyczerpujące omówienie problematyki porozumień (akcjonariuszy) w spółkach giełdowych, jednakowoż warto zwrócić uwagę, że została ona dość obszernie opisana w dostępnej literaturze przedmiotu.³⁷² W niniejszym fragmencie pracy nacisk merytoryczny położony będzie natomiast na poszczególne reguły odnoszące się do formy, treści, sposobu realizacji, a także domniemania istnienia porozumień objętych *de lege lata* podmiotowym zakresem zastosowania obowiązków, o których mowa w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej.

Polski ustawodawca przyjął szerokie ujęcie działania w porozumieniu na potrzeby związane z zastosowaniem obowiązków w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych.³⁷³ Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej przedmiotowe obowiązki spoczywają również łącznie na wszystkich podmiotach związanych ze sobą pisemnym lub ustnym porozumieniem dotyczącym nabywania akcji danej spółki publicznej, zgodnego głosowania na jej WZA³⁷⁴ bądź prowadzenia wobec niej trwałej polityki, chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności stojące u podstaw tych

³⁷² Zob. w szczególności M. Michalski, *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, PPW 2001, Nr 6, s. 5 i nast.; A. Chłopecki, *Jeszcze raz o porozumieniach w spółkach publicznych*, PPW 2001, Nr 12, s. 3 i nast.; M. Wierzbowski, *Zależności oraz porozumienia akcjonariuszy w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2002, Nr 5, s. 3 i nast.; M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 530 i nast.; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 79-81; K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, PPH 2015, Nr 5, s. 4 i nast.; P. M. Szelenbaum, *Działanie w porozumieniu w spółce publicznej*, MPB 2016, Nr 4, s. 51 i nast.; P. Błaszczuk, *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, PPH 2017, Nr 8, s. 21-30.

³⁷³ Tak też K. Oplustil, M. Sas, *op. cit.*

³⁷⁴ Na temat dopuszczalności zawierania przez akcjonariuszy porozumień co do sposobu wykonywania prawa głosu na walnym gromadzeniu zob. np. Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zawierania umów (porozumień) akcjonariuszy co do sposobu wykonywania prawa głosu*, PP H 2000, Nr 10, s. 33 i nast.

obowiązków.³⁷⁵ Jednocześnie, w myśl art. 87 ust. 1 pkt 6) tej samej ustawy, obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych konkretyzują się również w stosunku do akcjonariuszy, którzy zawierają wyżej opisane porozumienie posiadając akcje w liczbie zapewniającej łącznie osiągnięcie lub przekroczenie kwalifikowanych progów ogólnej liczby głosów. W świetle tak skonstruowanych regulacji, wszystkie podmioty, które wiążą analizowane porozumienie traktowane są łącznie tak, jakby były jednym i tym samym podmiotem.³⁷⁶ Oznacza to, że nie tylko stan posiadania podmiotów związanych porozumieniem podlega skumulowaniu i należy go szacować łącznie, ale także wszelkie zmiany stanu posiadania wywołane działaniem tylko jednej ze stron porozumienia wywołują skutki wobec wszystkich pozostałych jego uczestników. Podkreślić jednakowoż należy, że strony porozumienia mogą wyznaczyć ze swego grona jeden podmiot, który wykonywał będzie w praktyce wszelkie obowiązki uregulowane w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej.

Szerokie ujęcie porozumienia doniosłego z punktu widzenia regulacji w art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej wynika także z rozmaitych kategorii zdarzeń, które mogą stanowić jego treść. Przedmiotem analizowanego porozumienia może być *de lege lata* zarówno zgodne nabywanie akcji spółki publicznej (w celu osiągnięcia lub utrzymania kontroli nad nią), jak i zgodne wykonywanie prawa głosu na WZA lub zgodne prowadzenie trwałej polityki względem spółki.³⁷⁷ Należy zauważyć, że, aby do danego porozumienia miała zastosowanie regulacja art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej, zgodność stron porozumienia w wyżej wymienionych sytuacjach nie musi wcale polegać na tym, że wszystkie podmioty działają w ten sam sposób (na przykład, głosują tylko za przyjęciem uchwały WZA), lecz wystarczające jest, że działają one w uzgodniony w trybie porozumienia sposób (na przykład, jedna strona porozumienia oddaje swój głos za przyjęciem uchwały WZA, a druga strona wstrzymuje się od głosu).³⁷⁸

Porozumienie, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej może mieć formę zarówno pisemną, jak i ustną. Brak obostrzeń w odniesieniu do formy prawnej badanego porozumienia może jednak stanowić w praktyce problem na poziomie dowodowym, w szczególności, w przypadku porozumienia zawartego przez strony wyłącznie

³⁷⁵ Szerzej w kwestii porozumień akcjonariuszy oraz ich znaczenia i wpływu na funkcjonowanie korporacji w obrocie zob. np. J. Okolski, A. Opalski, *Porozumienia akcjonariuszy*, PPH 1999, Nr 2, s. 5 i nast., a także R. Lewandowski, A. Pióro, *Porozumienia akcjonariuszy*, Mon. Praw. 2008, Nr 19, s. 1059 i nast.

³⁷⁶ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 530.

³⁷⁷ W kwestii zakresu pojęciowego porozumienia z art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej zob. np. P. Błaszczuk, *op. cit.*, s. 24-25. Por także wyrok SN z dnia 16 września 2016 r., sygn. akt IV CSK 748/15, SIP LEX nr 2182290.

³⁷⁸ Patrz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 531.

w postaci werbalnej. Udowodnienie istnienia czy okoliczności takiego porozumienia może być niezwykle skomplikowanym i żmudnym procesem.³⁷⁹ Z drugiej strony, porozumienia doniosłe z punktu widzenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji spółek publicznych powinny mieć trwały charakter, co oznacza, że zgodne zachowania stron winny odznaczać się swoistą powtarzalnością. Owa powtarzalność może z kolei praktycznie nieco ułatwiać dowodzenie kwalifikacji danej relacji jako porozumienia z art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej.³⁸⁰ *A contrario*, jak słusznie zauważa A. Chłopecki, nie należą do kategorii porozumień, o których mowa w tym przepisie uzgodnienia (porozumienia) doraźne, zawierane *ad hoc*, na przykład, podczas WZA w związku z głosowaniem nad pojedynczymi uchwałami uwzględnionymi w jego porządku obrad.³⁸¹

Biorąc pod uwagę powyższe trudności dowodowe, ustawodawca uzupełniająco objął kilka kategorii relacji domniemaniem prawnym (łac. *presumptio iuris*) istnienia porozumienia z art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej. W świetle ustępu 4 tego samego artykułu, istnienie analizowanego porozumienia domniemywa się w przypadku posiadania akcji spółki publicznej przez: 1) małżonków, ich wstępnych, zstępnych, i rodzeństwo oraz powinowatych w tej samej linii lub stopniu, jak również osoby pozostające w stosunku przysposobienia, opieki i kurateli; 2) osoby pozostające we wspólnym gospodarstwie domowym; 3) jednostki powiązane w rozumieniu ustawy o rachunkowości³⁸². Należy zwrócić uwagę, że domniemanie prawne istnienia porozumienia pomiędzy uczestnikami tych kilku kategorii relacji ma postać wzruszalną, to jest może zostać skutecznie obalone w drodze przeciwdowodu wykazującego, że pomimo *de iure* istnienia danej relacji nie zachodzą *de facto* przesłanki, które kwalifikowałyby ją jako porozumienie, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej.³⁸³ W praktyce jednak wykazanie przez uczestnika domniemanego porozumienia, iż faktycznie nie łączy go z jego krewnymi lub jednostkami powiązanymi relacja opisana w omawianym przepisie jest zadaniem niezwykle żmudnym – żeby nie powiedzieć, że niemożliwym, gdyż wtedy konstrukcja

³⁷⁹ Por. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 503.

³⁸⁰ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 532.

³⁸¹ Zob. A. Chłopecki, *Jeszcze...*, *op. cit.*, s. 4 i nast. oraz A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 571 i nast.

³⁸² Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 43) ustawy o rachunkowości przez jednostki powiązane rozumie się dwie lub więcej jednostek wchodzących w skład danej grupy kapitałowej, czyli jednostki dominujące wraz z jednostkami zależnymi.

³⁸³ Samo istnienie relacji, względem której obowiązuje domniemanie prawne istnienia porozumienia z art. 87 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej nie oznacza, że wobec uczestników tej relacji należy niejako automatycznie zastosować regulacje rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej (choćby nie podjęli oni żadnych działań stojących u podstaw tych regulacji). Por. wyrok NSA z dnia 27 maja 2009 r., sygn. akt II GSK 972/08, ONSAiWSA 2010, Nr 6, poz. 109. Zob. także A. Chłopecki, *Akcje zdematerializowane w małżeńskiej wspólności majątkowej*, PPH 2008, Nr 10, s. 52-53.

domniemania z art. 87 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej byłaby, po prostu, swoistą fikcją, oznaczającą w ostatecznym rozrachunku, iż każdego, kto pozostaje w stosunku pokrewieństwa, we wspólnym pożyciu lub w relacji zależności ze znacznym akcjonariuszem spółki giełdowej można, niejako automatycznie, obciążyć surowymi wymogami – w całkowitym oderwaniu od okoliczności faktycznych.³⁸⁴

Warto jeszcze na koniec zasygnalizować, że zgodnie z art. 90 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej porozumienia zawierane dla ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych i wyłącznie w celu wspólnej realizacji środków prawnych służących ich stronom w tym zakresie, mogą powodować powstanie jedynie obowiązków notyfikacyjnych.³⁸⁵

³⁸⁴ Zob. szereg P. Błaszczyk, *op. cit.*, s. 27-28.

³⁸⁵ Do porozumień takich należą, między innymi, porozumienia zawierane w związku z wyborem rady nadzorczej spółki w drodze głosowania oddzielnymi grupami, żądaniem zwołania WZA przez akcjonariuszy reprezentujących co najmniej $\frac{1}{20}$ kapitału zakładowego, powództwem o uchylenie bądź o stwierdzenie nieważności uchwały WZA czy uprawnieniami akcjonariuszy do informacji.

Rozdział 2. Naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych

2.1. Uwagi ogólne

W poprzednim rozdziale pracy zostały omówione regulacje kształtujące poszczególne obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W tym miejscu należy zatem skoncentrować uwagę na możliwych przypadkach naruszeń tych obowiązków, ponieważ to one stoją u podstaw uruchomienia mechanizmu sankcyjnego, którego analiza stanowi zasadniczy temat niniejszej rozprawy. Sankcja w postaci utraty prawa głosu z akcji spółki publicznej jest (w zróżnicowanym zakresie) konsekwencją korporacyjnoprawną naruszenia zarówno obowiązków notyfikacyjnych, jak i tych związanych z ogłaszaniem wezwań na akcje. Pomimo tego ustawa o ofercie publicznej nie identyfikuje przypadków naruszeń przedmiotowych obowiązków ani przesłanek tych naruszeń.³⁸⁶

W świetle dostępnych opracowań doktryny prawa rynku giełdowego naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych mogą jawić się, w szczególności, jako niewykonanie danego obowiązku (całkowite uchylenie się od jego wykonania) lub jako nieprawidłowe (nienależyte) wykonanie danego obowiązku (wykonanie go po upływie terminu, w sposób niepełny, sprzeczny z prawdą, bądź z naruszeniem wymogów co do treści lub formy danego obowiązku).³⁸⁷ Tego rodzaju naruszenia mogą dotyczyć wszelkich powinności uregulowanych w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej, jednak poniżej zostaną one scharakteryzowane w odniesieniu do obowiązków notyfikacyjnych oraz obowiązków dotyczących ogłaszania wezwań na akcje – jako, że nieprawidłowości w sferze realizacji tych tylko obowiązków powodują skutki korporacyjnoprawne związane z pozbawieniem prawa głosu z akcji spółki giełdowej.³⁸⁸

³⁸⁶ Jedynym wyjątkiem na tym tle zdaje się być przypadek ogłoszenia wezwania na akcje z naruszeniem regulacji art. 79 ustawy o ofercie publicznej dotyczących określenia ceny minimalnej za akcje objęte wezwaniem. W tym kontekście zob. szerzej pkt. 2.3.4. tego rozdziału.

³⁸⁷ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 133 wraz z przywołaną przez autora literaturą niemiecką; a także T. Sójka, *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 140-143 oraz R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 180 – autorzy formułują co prawda katalog przypadków naruszeń obowiązków informacyjnych spoczywających na spółkach publicznych, jednakże ze względu na swoiste podobieństwo rodzajowe należy go uznać za komplementarny wobec omawianego niniejszym problemu.

³⁸⁸ W rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej unormowane są również obowiązki informacyjne emitentów, o których była mowa w pkt. 1.4.3. niniejszej rozprawy. Przypadki ich naruszeń nie będą przedmiotem dalszych rozważań, albowiem nie powodują one uruchomienia sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, ale wywołują odpowiedzialność administracyjną, karną lub odszkodowawczą po stronie emitenta.

2.2. Naruszenia obowiązków notyfikacyjnych

2.2.1. Całkowity brak zawiadomienia

Obowiązki notyfikacyjne nabywców (lub zbywców) znacznych ilości akcji spółek giełdowych, jak zostało wyjaśnione na łamach pierwszego rozdziału rozprawy, polegają na zawiadomieniu zarówno KNF, jak i danej spółki giełdowej o fakcie osiągnięcia lub przekroczenia poszczególnych progów udziału w ogólnej liczbie głosów. W oczywisty więc sposób naruszeniem obowiązku notyfikacyjnego związanego z jakąkolwiek kwalifikowaną zmianą stanu posiadania jest brak dokonania stosownego zawiadomienia przez osobę zobowiązaną. Naruszenie takowe następuje poprzez zaniechanie po stronie podmiotu, który winien ujawnić swój stan posiadania. Bierność ta polegać może, przede wszystkim, na nieprzygotowaniu odpowiedniego zawiadomienia oraz niedostarczeniu go do KNF ani do spółki publicznej. Należy zauważyć, że ów przypadek naruszenia powinności notyfikacyjnej powoduje, że również spółka publiczna nie ma (bądź ma bardzo ograniczone) możliwości wywiązania się ze swego obowiązku informacyjnego, to jest dalszego przekazania do publicznej wiadomości komunikatu o zaistniałej zmianie struktury jej akcjonariatu. W ostatecznym rozrachunku całkowity brak dokonania zawiadomienia, o którym mowa w art. 69 ustawy o ofercie publicznej przyczynia się więc do obiektywnego stanu dezinformacji (uczestników) rynku giełdowego w zakresie rzeczywistego układu sił w danej spółce publicznej. Warto jeszcze uzupełnić, że przy kwalifikacji omawianego naruszenia nie ma żadnego znaczenia fakt czy adresaci zawiadomienia, czyli KNF i spółka publiczna, powzięły wiedzę o zmianie stanu posiadania osoby zobowiązanej w inny sposób.³⁸⁹

2.2.2. Zawiadomienie spóźnione (zwłoka w ujawnieniu stanu posiadania)

Naruszenie obowiązków notyfikacyjnych ma miejsce w przypadku uchybienia ustawowo określonym terminom na dokonanie zawiadomienia z art. 69 ustawy o ofercie publicznej. Zwłoka w ujawnieniu KNF i spółce publicznej zmiany stanu posiadania ma zatem miejsce w sytuacji przekazania zawiadomienia po upływie 4 dni roboczych od dnia, w którym osoba zobowiązana dowiedziała się o tej zmianie lub przy zachowaniu należytej staranności mogła się o niej dowiedzieć, bądź po upływie 6 dni sesyjnych od dnia zawarcia transakcji – w

³⁸⁹ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 133.

przypadku zmiany wynikającej z nabycia lub zbycia akcji spółki publicznej w drodze transakcji zawartej na rynku regulowanym lub w ASO. Terminy wskazane w przepisie art. 69 ustawy o ofercie publicznej mają charakter graniczny, co w *stricte* formalistycznym ujęciu oznacza, że spóźnione zawiadomienie stanowi *de iure* niewykonanie obowiązku notyfikacyjnego.

Należy jednak zwrócić uwagę, że spóźnione wykonanie obowiązku notyfikacyjnego realizuje (następczo) założenia celowościowe stojące u podstaw regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, a co za tym idzie funkcjonalnie niesłuszne byłoby uznanie, że zwłoka w dokonaniu zawiadomienia na temat zmiany stanu posiadania akcji w spółce publicznej stanowi tak samo doniosłe naruszenie, jak całkowite zaniechanie w tym zakresie. W wyniku spóźnionego wykonania obowiązku notyfikacyjnego jego beneficjenci ostatecznie pozyskują przecież informacje co do układu sił w spółce giełdowej, a nie pozostają w permanentnym stanie niewiedzy tak, jak ma to miejsce w przypadku całkowitego uchylenia się osoby zobowiązanej od realizacji tego obowiązku. W tym kontekście zasadna zdaje się więc nieco bardziej liberalna koncepcja, zgodnie z którą naruszenie obowiązku z art. 69 ustawy o ofercie publicznej zachodzi owszem w razie braku terminowego wywiązania się z niego, ale stan tego naruszenia trwa do momentu dokonania (spóźnionej) notyfikacji. Koncepcja taka ma *notabene* zasadnicze znaczenie z punktu widzenia zastosowania sankcji utraty prawa głosu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, której zasięg będzie przedmiotem szczegółowych rozważań w kolejnym rozdziale rozprawy. Skoro bowiem obiektywny stan naruszenia powinności notyfikacyjnej zostaje niejako naprawiony wraz ze spóźnionym jej dopełnieniem, to należy wyjść z założenia, że w tym momencie ustaje również przyczyna obowiązywania wspomnianej sankcji utraty prawa głosu, a co za tym idzie akcjonariusz odzyskuje prawo głosu z akcji nabytych w ramach danej transakcji.³⁹⁰

2.2.3. Nieprawidłowa forma zawiadomienia

Naruszeniem obowiązku notyfikacyjnego, o którym mowa w art. 69 ustawy o ofercie publicznej może być dokonanie zawiadomienia w formie uniemożliwiającej jego faktyczne odnotowanie zarówno przez jego nadawcę, jak i adresatów – mimo, że obowiązujące regulacje nie wymagają żadnej szczególnej formy dla ważności (skuteczności) prawnej

³⁹⁰ Podobnie A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Obrót..., op. cit.*, s. 24-25. Odmiennie M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 134. W kontekście dopuszczalności dobrowolnej sanacji stanu naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych zob. szczegółowo pkt. 2.4. niniejszego rozdziału pracy.

zawiadomienia o zmianie stanu posiadania w spółce giełdowej. Jakkolwiek więc ustna forma notyfikacji teoretycznie oznacza spełnienie ustawowego obowiązku, to praktycznie rzecz biorąc – ze względu na bezpieczeństwo obrotu informacyjnego – zawiadomienie winno być dokonywane w formie gwarantującej uzyskanie potwierdzenia jego prawidłowego złożenia przez podmiot zobowiązany, a zarazem umożliwiającą właściwą archiwizację treści zawiadomienia przez jego adresatów, czyli KNF i daną spółkę publiczną. Funkcjonalna wykładnia regulacji art. 69 ustawy o ofercie publicznej nakazuje zatem uznać, że prawidłowe wykonanie obowiązku notyfikacyjnego następuje poprzez dokonanie zawiadomienia w formie pisemnej (złożenie go w ustawowym terminie w biurze podawczym Urzędu KNF), drogą elektroniczną (za pośrednictwem poczty e-mail na adres: znaczne.pakiety@knf.gov.pl), czy poprzez nadanie faxu.³⁹¹ Natomiast złożenie zawiadomienia w formie werbalnej bądź w toku rozmowy telefonicznej (w szczególności kiedy połączenie nie jest rejestrowane) może powodować liczne wątpliwości, między innymi, co do jakości, spójności, rzetelności lub precyzyjności przekazu i z tych względów zawiadomienie w takiej formie należy uznać za nieprawidłową notyfikację, a co za tym idzie naruszenie obowiązku z art. 69 ustawy o ofercie publicznej.³⁹²

2.2.4. Nieprawidłowa treść zawiadomienia

Jak zostało wyjaśnione we wcześniejszej części rozprawy przepisy art. 69 ustawy o ofercie publicznej ustanawiają szereg wymogów odnośnie do obligatoryjnej zawartości zawiadomienia o zmianie stanu posiadania w spółce giełdowej.³⁹³ Nie chcąc ponownie charakteryzować w tym miejscu poszczególnych elementów, które winny znajdować się w treści zawiadomienia, należy po prostu, z jednej strony, wskazać, że nieuwzględnienie jakiegokolwiek z nich można uznać za nienależyte wykonanie obowiązku notyfikacyjnego przez nabywcę lub zbywcę akcji spółki publicznej. Jest to dość rygorystyczna kwalifikacja naruszenia obowiązku notyfikacyjnego, która z pewnością odpowiada zwolennikom stosowania analizowanych regulacji w typowo formalistyczny sposób.³⁹⁴ Z drugiej strony należy odwołać się do nieco bardziej liberalnej znów koncepcji, zgodnie z którą uchybienie

³⁹¹ Zob. wytyczne KNF sformułowane w Stanowisku Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 17 marca 2014 r. w sprawie obowiązku z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, sygn. akt DNO/WPR/4750/9/1/2014/AS – dokument dostępny na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_ustawa_o_ofercie_17_03_2014_37327.pdf (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.)

³⁹² Tak też *Ibidem*, s. 135.

³⁹³ Patrz pkt 1.4.2.4. niniejszej rozprawy.

³⁹⁴ Zob. np. *Ibidem*, s. 139; K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 513.

jakimkolwiek obligatoryjnym elementem treści zawiadomienia z art. 69 ustawy o ofercie publicznej stanowi oczywiście nienależyte wykonanie danego obowiązku notyfikacyjnego, ale jeśli uchybienie nie polega na braku kluczowych z punktu widzenia funkcji zawiadomienia informacji (treści), to nie jest równoznaczne z definitywnym naruszeniem tego obowiązku, które aktualizuje *ex lege* sankcję pozbawienia prawa głosu z odpowiedniej części akcji.³⁹⁵ Aspekty celowościowe zdają się przemawiać za słusnością takiej właśnie koncepcji. Czym innym jest bowiem brak konstrukcyjnie podstawowej informacji na temat ilości nabytych lub zbytych akcji i osiągniętego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce, a czym innym, na przykład, niewskazanie rodzaju zdarzenia stojącego u podstaw zmiany stanu posiadania czy brak podpisu akcjonariusza. Należy przyjąć, że w pierwszym przypadku dochodzi do definitywnego naruszenia obowiązku notyfikacyjnego albowiem w zawiadomieniu o zmianie stanu posiadania nie występuje informacja na temat zmiany stanu posiadania. W drugim zaś przypadku mamy wprawdzie do czynienia z nienależytym (niepełnym) wykonaniem obowiązku notyfikacyjnego, ale biorąc pod uwagę fakt, że w dokonanym zawiadomieniu znalazły się wszystkie podstawowe treści, to akcjonariusz (bądź inny podmiot) składający owo zawiadomienie nie powinien być traktowany w ten sam sposób, jak gdyby swej powinności w ogóle nie wykonał. W ostatnim przypadku *de lege lata* nie ma zresztą przeszkód, aby podmiot, który złożył niepełne zawiadomienie został wezwany do uzupełnienia jego treści czy to przez KNF, czy przez spółkę publiczną.³⁹⁶

W kontekście nieprawidłowości w zakresie treści notyfikacji z art. 69 ustawy o ofercie publicznej należy jeszcze wskazać na przypadek zamieszczenia w zawiadomieniu o zmianie stanu posiadania wszystkich niezbędnych kategorii informacji (treści), ale w sposób nierzetelny lub nieprawdziwy (fałszywy). Pomijając fakt ewentualnych uwarunkowań karnoprawnych tego typu działania (w skrajnej jego postaci – umyślnego przekazania fałszywej notyfikacji w celu np. manipulacji kursem notowań), stwierdzić należy, że stanowi ono, rzecz jasna, nienależyte wykonanie obowiązku notyfikacyjnego.³⁹⁷ Przy czym, podobnie jak w sytuacji braku poszczególnych – mniej istotnych – elementów treści w zawiadomieniu z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, również w przypadku ich drobnej sprzeczności z prawdą, w ograniczonym zakresie możliwe zdaje się dokonanie ich następczego sprostowania i

³⁹⁵ Por. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Obrót...*, *op. cit.*, s. 27. Odmiennie S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 3. wydanie...*, *op. cit.*, s. 293.

³⁹⁶ Tak też A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Obrót...*, *op. cit.*, s. 27.

³⁹⁷ W kwestii kwalifikacji określonych zachowań inwestorów jako manipulacji na rynku zob. np. A. Chłopecki, *Przestępstwo manipulacji w prawie rynku kapitałowego* (w:) K. Weitz, J. Gudowski (red.), *Aurea praxis, aurea theoria. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Tadeusza Erecińskiego*, t. 2, Warszawa 2011, s. 2173-2195.

uniknięcie tym samym ostatecznego naruszenia obowiązku notyfikacyjnego. Możliwość taka winna być zapewniona, w szczególności, w sytuacji zaistnienia tzw. oczywistej omyłki pisarskiej czy szacunkowej – w przeciwieństwie do przypadku umyślnego ujawnienia fałszywych treści przez akcjonariusza. Przy rozstrzyganiu takich przypadków poważnym problemem praktycznym może być jednak nie tylko wykazanie sprzeczności treści ujawnionych przez akcjonariusza z rzeczywistym stanem prawnym, ale, przede wszystkim, udowodnienie ewentualnego zawinienia (lub jego braku) po stronie podmiotu dokonującego notyfikacji.³⁹⁸

2.3. Naruszenie obowiązku w zakresie ogłoszenia wezwania

2.3.1. Zaniechanie ogłoszenia wezwania

Oczywistą formą naruszenia obowiązku polegającego na ogłoszeniu któregośkolwiek rodzaju wezwania na akcje jest całkowite zaniechanie jego realizacji, pomimo zaistnienia przesłanek określonych w poszczególnych przepisach art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej. W zależności od okoliczności dających asumpt do ogłoszenia danego wezwania na akcje, różna jest jego postać – wezwanie może być uprzednie, a wtedy winno bezwzględnie poprzedzać przekroczenie kwalifikowanego progu udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce (art. 73 ust. 1 i art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej), albo następcze, kiedy, w wyjątkowych sytuacjach, jego ogłoszenie winno nastąpić po dokonanych już przekroczeniu poszczególnych progów udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce giełdowej (art. 73 ust. 2 i 3 oraz art. 74 ust. 2 i 5 ustawy o ofercie publicznej).³⁹⁹ W związku z różnymi postaciami wezwań na akcje, różnie przedstawiają się też potencjalne przypadki zaniechania ich przeprowadzenia. W sytuacji wezwania uprzedniego naruszeniem obowiązku jest przekroczenie progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej, na zasadach, odpowiednio, art. 73 ust. 1 lub art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej – przy braku ogłoszenia i przeprowadzenia określonej tymi przepisami procedury w zakresie wezwania na akcje. Z kolei w sytuacjach wymagających ogłoszenia wezwania następczego naruszeniem polegającym na zaniechaniu wykonania ustawowego obowiązku jest brak ogłoszenia i przeprowadzenia wezwania na akcje, o którym mowa w art. 73 ust. 2 i 3 lub art. 74 ust. 2 i 5

³⁹⁸ Szerzej nt. problemu zawinienia w kontekście oceny naruszenia analizowanych obowiązków zob. pkt 2.4. rozprawy. Por. także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 135-139 wraz z przywołaną tam literaturą niemiecką.

³⁹⁹ Szczegółowa analiza instytucji wezwań na akcje została przeprowadzona wyżej, zob. pkt 1.5. rozprawy.

ustawy o ofercie publicznej, w terminie, co do zasady, 3 miesiące od dnia przekroczenia progu, odpowiednio, 33% lub 66% udziału w ogólnej liczbie głosów, w sytuacji kiedy jednocześnie akcjonariusz nie zdecydował się w tym czasie na zbycie części posiadanych akcji w celu odpowiedniego zmniejszenia swego stanu zaangażowania w spółce.

2.3.2. Wezwanie spóźnione

Procedura wezwania na akcje powinna być wszczęta i realizowana w ściśle określonych przepisami prawa terminach. Spóźnione ogłoszenie któregośkolwiek rodzaju wezwania na akcje oznacza, co do zasady, naruszenie obowiązku ustawowego.

W przypadku wezwania uprzedniego, w wyniku którego może nastąpić przekroczenie progów 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w takiej spółce (z wyjątkiem sytuacji dopuszczających ogłoszenie wezwania następczego), o spóźnionej realizacji obowiązku, a tym samym o jego naruszeniu, należy mówić wtedy, kiedy do takiego nabycia lub przekroczenia doszło przed ogłoszeniem i przeprowadzeniem wezwania przez zobligowanego akcjonariusza.

Jak zostało wyjaśnione we wcześniejszych częściach pracy, wezwanie na akcje stanowi skomplikowaną procedurę, na którą składa się szereg rozmaitych elementów.⁴⁰⁰ Faktycznie pierwszym z nich jest zawiadomienie o zamiarze ogłoszenia wezwania, o którym mowa w art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, kierowane za pośrednictwem domu maklerskiego równocześnie do KNF oraz spółki prowadzącej rynek regulowany. Zawiadomienie owo winno być dokonane nie później niż na 14 dni roboczych przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów. W związku z tym zwłoka w dokonaniu przedmiotowego zawiadomienia, przy jednoczesnym przystąpieniu akcjonariusza (wzywającego) do nabywania akcji (co powinno mieć miejsce dopiero w rezultacie wezwania na akcje) stanowi naruszenie omawianego obowiązku.⁴⁰¹

W nieco bardziej przejrzysty sposób przedstawia się przypadek spóźnionego wezwania następczego, które, co do zasady, powinno być ogłoszone i przeprowadzone najpóźniej w terminie 3 miesiące od dnia zdarzenia, którego zaistnienie stało u podstaw obowiązku. Zwłoka w realizacji obowiązku ma bowiem miejsce po prostu wtedy, kiedy akcjonariusz nie zdecydował się zbyć nadmiaru posiadanych akcji, a zarazem nie wszczął

⁴⁰⁰ Patrz pkt. 1.5.6. pracy.

⁴⁰¹ Por. *Ibidem*, s. 142-143.

postępowania w zakresie danego wezwania na akcje we wskazanym terminie, lecz ogłosił wezwanie później.

O ile jednak termin 3 miesięcy ma charakter wiążący i jego bezskuteczny wpływ oznacza *de iure* naruszenie obowiązku ustawowego, to, w zależności od konkretnego przypadku, można wyobrazić sobie sytuację, kiedy akcjonariusz *de facto* nie wiedział i nie mógł być się dowiedzieć o spełnieniu ustawowych przesłanek obowiązku ogłoszenia wezwania następczego, w rezultacie czego nie dotrzymał tego terminu (na przykład ze względu na ciężki stan zdrowia, w związku z długotrwałym pobytem w szpitalu, który uniemożliwił akcjonariuszowi powzięcie wiedzy o osiągnięciu progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce). Z jednej strony, w myśl sentencji *dura lex, sed lex* także w takiej sytuacji wszelkie konsekwencje uchybienia terminowi i, co za tym idzie, obiektywnego naruszenia wymogu ogłoszenia wezwania na akcje, powinny obciążać akcjonariusza. Z drugiej strony, samo obiektywne stwierdzenie naruszenia badanego obowiązku nie powinno decydować o nałożeniu na akcjonariusza sankcji korporacyjnoprawnej (winna być wzięta pod uwagę także subiektywna strona naruszenia prawa).⁴⁰² Biorąc zresztą pod uwagę szczególną doniosłość sankcji utraty prawa głosu ze wszystkich posiadanych akcji, która stanowi skutek naruszenia omawianego obowiązku, a zarazem okoliczność, iż w sytuacji spóźnionego ogłoszenia wezwania na akcje jest ono jednak w ostatecznym rozrachunku przeprowadzone i spełnia swoje walory funkcjonalne – postulować należy rozpatrywanie potencjalnego naruszenia *ad casum*, a w przypadku łagodzących okoliczności faktycznych traktować stan naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania następczego jako naprawiony (właśnie poprzez dopełnienie obowiązku po czasie). W tym kontekście spóźnione ogłoszenie wezwania następczego z art. 73 ust. 2 i 3 oraz art. 74 ust. 2 i 5 ustawy o ofercie publicznej stanowi w rygorystycznym ujęciu naruszenie obowiązku ustawowego, jednakże, w wyjątkowych okolicznościach faktycznych, a w szczególności w sytuacjach jednoznacznie potwierdzających brak zawinienia po stronie akcjonariusza, za uzasadnione należy uznać odejście od zastosowania (utrzymania w mocy) sankcji pozbawienia prawa głosu z akcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

2.3.3. Niewłaściwa forma wezwania

⁴⁰² Zob. szerzej pkt 2.4. rozprawy poświęcony winie jako subiektywnemu kryterium oceny naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych.

Wezwanie na akcje, jako oferta mająca szczególnie doniosłe znaczenie z punktu widzenia treści, a zarazem skutków ekonomicznych jakie za sobą niesie na forum spółki publicznej, winno mieć postać pisemną. Wymóg taki nie wynika wprawdzie *expressis verbis* z regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, ale mając na uwadze poszczególne etapy procedury wezwania na akcje i związane z nimi powinności wzywającego lub domu maklerskiego pośredniczącego w organizacji wezwania, wykładnia systemowa prowadzi do wniosków, że wezwanie na akcje powinno być sporządzone i ogłoszone w formule pisemnej. W szczególności, za wnioskami takimi przemawiają omówione w poprzednim rozdziale pracy przepisy rozporządzenia ws. wzorów wezwań, które, między innymi, wymagają przekazania treści wezwania do agencji informacyjnej, publikacji treści wezwania w co najmniej jednym dzienniku o zasięgu ogólnopolskim czy udostępnienia treści wezwania w miejscach przyjmowania zapisów.⁴⁰³ Jakakolwiek inna niż pisemna forma wezwania na akcje znacznie utrudniałaby zadośćuczynienie tym wymogom. Ponad wszelką wątpliwość, na konieczność pisemnego sformułowania treści wezwania na akcje wskazuje również potrzeba pewności obrotu na rynku kapitałowym.

Biorąc z kolei pod uwagę ciągły rozwój technologii a przeto bezpieczeństwa i dostępności wirtualnych form obrotu prawnego warto podkreślić, że w niedługiej perspektywie należało będzie odpowiednio zweryfikować powyższe wnioski, a tym samym uznać, że wezwanie na akcje w wersji pliku (programu) elektronicznego zaopatrzonego odpowiednio certyfikowanymi podpisami elektronicznymi stanowiło będzie w pełni skuteczny prawnie substytut swego pisemnego pierwowzoru. Można zresztą wyobrazić sobie już teraz sytuację, że w konkretnym przypadku (na przykład spółki publicznej o wysoce z informatyzowanym środowisku korporacyjnym) wezwanie na akcje sporządzone i ogłoszone wyłącznie w oparciu o instrumenty elektroniczne spełnia wszystkie wymogi określone obowiązującymi przepisami prawa, a ponadto, upraszcza i przyspiesza jednocześnie wymianę informacji oraz rozliczenie transakcji wynikających z oferty wzywającego.

W związku z powyższym, *de lege lata* do naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania z art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej dochodzi w sytuacji kiedy dokument wezwania sporządzony jest w formie innej niż pisemna, z tym zastrzeżeniem, że współcześnie nie należy deprecjonować skuteczności (prawidłowości) wezwania na akcje ogłoszonego w postaci elektronicznej (wirtualnej) – w szczególności wtedy, kiedy spełnia ono wszelkie warunki formalne przewidziane w ustawie o ofercie publicznej oraz w rozporządzeniu ws.

⁴⁰³ Zob. § 3 rozporządzenia ws. wzorów wezwań.

wzorów wezwań. Oceny formalnej tej postaci wezwania na akcje wypada jednak dokonywać *ad casum*, biorąc pod uwagę dynamikę zmian nowoczesnych standardów obrotu gospodarczego.

2.3.4. Wezwanie sprzeczne z wymogami prawa (nienależyta treść wezwania, cena akcji objętych wezwaniem sprzeczna z ustawowymi zasadami)

Naruszenie obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje może polegać nie tylko na jego niewykonaniu bądź spóźnionym wykonaniu czy niewłaściwej jego formie, lecz również na jego zrealizowaniu, ale w taki sposób, który jest niezgodny z obowiązującymi przepisami prawa. Zważywszy na to, że na obowiązek ogłoszenia wezwania składa się cały szereg wymogów jakie ciąży na wzywającym czy domu maklerskim pośredniczącym w organizacji wezwania, pole do ewentualnych nieprawidłowości w tym wymiarze jest rzeczywiście szerokie. Nie każda jednak nieprawidłowość oznacza naruszenie obowiązku, które skutkuje doniosłą sankcją utraty prawa głosu z części lub całości posiadanych przez wzywającego akcji spółki publicznej. W tym kontekście potrzebne jest zróżnicowanie w tym miejscu pracy możliwych wad prawnych ogłoszonego wezwania na akcje na takie, które stanowią naruszenie przedmiotowego obowiązku i prowadzą wprost do zastosowania wspomnianej sankcji korporacyjnej oraz na takie, które wprawdzie kwalifikują wezwanie na akcje jako faktycznie niezgodne z prawem, ale nie powodują naruszenia *sensu stricto*, a tym samym, nie powinny wywoływać ujemnych dla wzywającego skutków korporacyjnoprawnych.

Jednym z przypadków kiedy wezwanie na akcje jest sprzeczne z wymogami prawa jest jego wadliwa treść. Tę w sposób precyzyjny określają przepisy rozporządzenia ws. wzorów wezwań (załączniki nr 2 i 3 do tego rozporządzenia).⁴⁰⁴ Nieprawidłowości na tym tle mogą przybrać różną postać. Treść wezwania na akcje może być bowiem niepełna, nieprecyzyjna, nierzetelna, a także nieprawdziwa (fałszywa). Nie należy utożsamiać ze sobą powagi wszystkich tego typu przypadków. Niektóre mogą polegać na drobnych omyłkach formalnych, nieścisłościach pisarskich lub rachunkowych i, jako takie, z pewnością nie mogą mieć wpływu na właściwą ocenę treści ogłoszonego wezwania. Inne zaś polegać mogą na istotnych wadach merytorycznych, fałszywych oświadczeniach lub zatajonych informacjach, co naturalnie wprowadza adresatów wezwania w błąd co do jego realiów (zarówno prawnych, jak i ekonomicznych). Można więc przyjąć, że z naruszeniem obowiązku

⁴⁰⁴ Zob. pkt 1.5.6.2. rozprawy.

ogłoszenia wezwania na akcje mamy do czynienia wtedy, kiedy skala wadliwości treści wezwania jest na tyle poważna, że jego lektura nie pozwala przeciętnemu inwestorowi giełdowemu na dokonanie prawidłowej oceny rzeczywistego stanu faktycznego ani intencji (oferty) wzywającego, a tym samym uniemożliwia podjęcie właściwej decyzji inwestycyjnej w sprawie zbycia lub zachowania akcji objętych tak ogłoszonym wezwaniem. W skrajnych przypadkach wadliwość treści wezwania na akcje może nawet dawać asumpt do stwierdzenia całkowitego niewykonania obowiązku ogłoszenia wezwania.⁴⁰⁵ Sytuacje takie dawałyby podstawy do konkretyzacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, ale wydają się jednak mało prawdopodobne w praktyce – ze względu na wymóg profesjonalnego pośrednictwa domu maklerskiego przy ogłaszaniu wezwania na akcje, który oznacza *de facto* zaangażowanie wielu doradców i specjalistów w procesie sporządzania treści dokumentu wezwania.

O wezwaniu sprzecznym z obowiązującymi przepisami prawa należy mówić, w szczególności, wtedy, kiedy cena za akcje proponowana w ramach ogłoszonego wezwania nie spełnia warunków określonych w art. 79 ustawy o ofercie publicznej. Jak zostało już obszernie wyjaśnione we wcześniejszych częściach rozprawy, cena za akcje objęte wezwaniem winna być ustalona przez wzywającego wedle ściśle oznaczonych kryteriów historycznych, to jest, co do zasady, nie może być niższa od średniej ceny rynkowej akcji z okresu ostatnich 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania lub niższa niż najwyższa cena, jaką wzywający (lub podmioty z nim powiązane) zapłacił za akcje objęte wezwaniem w okresie ostatnich 12 miesięcy przed jego ogłoszeniem.⁴⁰⁶ Nie ulega kwestii, że cena stanowi rudymenarny element każdego wezwania jako oferty nabycia akcji danej spółki publicznej, a określone w powyższy sposób zasady jej ustalania są podstawowym gwarantem ochrony interesów ekonomicznych akcjonariuszy mniejszościowych w spółce publicznej będącej obiektem wezwania.⁴⁰⁷ Nie powinno więc również dziwić, że przeprowadzenie wezwania na akcje z naruszeniem zasad dotyczących ceny minimalnej traktowane jest rzeczywiście rygorystycznie. Przypadek taki kwalifikuje się bowiem nie tylko jako nienależyte wykonanie obowiązku ogłoszenia wezwania, ale jako nieprawidłowość o tak znaczącej doniosłości, że – w przeciwieństwie do wadliwości innych treści wezwania – jej zaistnienie skutkuje w

⁴⁰⁵ Por. *Ibidem*, s. 147. Autor formułuje katalog błędów, których, w szczególności, kumulatywne zaistnienie winno oznaczać bezwzględne naruszenie obowiązku ogłoszenia wezwania. Pośród nich wskazuje na wadliwe podanie nazwy wzywającego, nieujawnienie informacji na temat powiązań kapitałowych, przekazanie fałszywych informacji odnośnie do liczby posiadanych przez wzywającego akcji, podanie nieprawdziwych informacji w sprawie sposobu zabezpieczenia wezwania, zatajenie okoliczności związanych z działaniem w porozumieniu etc.

⁴⁰⁶ Zob. szerzej pkt 1.5.8. pracy.

⁴⁰⁷ Por. M. Romanowski, *Nabywanie akcji...*, *op. cit.*, s. 6.

każdych okolicznościach zastosowaniem *ex lege* sankcji utraty prawa głosu, zgodnie z art. 89 ust. 1 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej.

Naruszeniami polegającymi na nienależytym wykonaniu omawianego obowiązku w zakresie wezwania na akcje mogą być również uchybienia, zaniechania lub działania sprzeczne z jakimikolwiek innymi regulacjami kreującymi ramy prawne procedury wezwania na akcje. Pośród tego typu nieprawidłowości wskazać można, na przykład, na brak ustanowienia przez wzywającego zabezpieczenia bądź ustanowienie zabezpieczenia w niepełnej wysokości, zaniechanie w zakresie poinformowania o wezwaniu pracowników spółki, której akcji owo wezwanie dotyczy, nabywanie przez wzywającego lub podmioty z nim powiązane akcji spółki publicznej po ogłoszeniu wezwania poza jego ramami, pośrednie nabywanie przez wzywającego akcji spółki publicznej w czasie trwania wezwania, nabywanie przez podmiot zobowiązany do ogłoszenia wezwania następczego akcji spółki publicznej po przekroczeniu ustawowych progów udziału w ogólnej liczbie głosów przed wykonaniem ciążącego na nim obowiązku. Wszystkie te przypadki powodują, że obowiązek ogłoszenia wezwania na akcje należy uznać za nienależyte wykonany, z czym, rzecz jasna, mogą wiązać się konsekwencje administracyjnoprawne czy odszkodowawcze⁴⁰⁸. Z drugiej strony nie są to nieprawidłowości tak doniosłe w kontekście bezpieczeństwa rynku kapitałowego, jak, dajmy na to, omówione wyżej ustalenie ceny za akcje wbrew regulacjom art. 79 ustawy o ofercie publicznej. Co za tym idzie, regulacje normatywne milczą w kwestii powiązania tych nieprawidłowości z restrykcyjną sankcją korporacyjnoprawną, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁴⁰⁹ W kontekście przedmiotu rozprawy należy więc stwierdzić, że w wymienionych przypadkach nienależytej realizacji obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje nie należy zatem upatrywać naruszeń, które mogłyby stać u podstaw aktualizacji przedmiotowej sankcji.

2.4. Wina jako kryterium oceny naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych

W związku z klasyfikacją rozmaitych zachowań (działań lub zaniechań) nabywców znacznych ilości akcji spółek publicznych jako naruszeń obowiązków z rozdziału 4 ustawy o

⁴⁰⁸ Szczegółowo nt. odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków w zakresie wezwań na akcje zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 277 i nast.

⁴⁰⁹ W myśl zakazu rozszerzającej wykładni przepisów ustanawiających sankcje w prawie nie należy na pewno doszukiwać się takiego powiązania w poszczególnych przepisach art. 89 ustawy o ofercie publicznej, które wyraźnie wiążą określoną tam sankcją z innymi konkretnymi przypadkami naruszeń obowiązków, o których mowa w rozdziale 4 tejże ustawy.

ofercie publicznej, które powodują aktualizację sankcji korporacyjnoprawnej w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, odrębnej analizy wymaga również kwestia winy osoby zobowiązanej do realizacji przedmiotowych obowiązków. Problem na tym tle scharakteryzować można następującym pytaniem – czy dokonując oceny danego przypadku naruszenia obowiązku (notyfikacyjnego lub związanego z ogłoszeniem wezwania na akcje), na potrzeby ustalenia czy sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej ma zastosowanie wobec nabywcy (lub zbywcy) znacznego pakietu akcji, należy polegać wyłącznie na obiektywnym kryterium, jakim jest stwierdzenie bezprawności działania tudzież zaniechania tegoż podmiotu, czy należy również brać pod uwagę subiektywny element nieprawidłowości jego działania bądź zaniechania, czyli ewentualną winę sprawcy naruszenia w ścisłym tego słowa znaczeniu (świadomość i stosunek psychiczny danej osoby do jej nagannego postępowania)? Starając się udzielić odpowiedzi na postawione wyżej pytanie, w pierwszej kolejności warto wyjaśnić jak należy rozumieć pojęcie winy nabywcy lub zbywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej – w kontekście naruszenia obowiązku notyfikacyjnego lub obowiązku związanego z ogłoszeniem wezwania na akcje.

Jak zastało powiedziane w poprzednim rozdziale opracowania, istnieniu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych przyświecają różne, zarówno publiczne, jak i prywatne cele. Pomimo tak wielorakiej natury wymogów w sferze obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych, korporacyjnoprawny charakter sankcji utraty prawa głosu z akcji, która grozi za naruszenie przedmiotowych wymogów, uzasadnia interpretowanie winy w tym zakresie w sposób analogiczny do tego, jaki ma miejsce w prawie cywilnym (prawie zobowiązań) – choć na jego gruncie pojęcie winy nie doczekało się po dzień dzisiejszy definicji legalnej (podobnie jak w żadnej innej dziedzinie prawa), a jednocześnie rozumiane jest ono dwojako mimo, że odgrywa kluczową rolę, zarówno na tle odpowiedzialności z tytułu czynów niedozwolonych (odpowiedzialności deliktowej), jak i odpowiedzialności z tytułu niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania (odpowiedzialności kontraktowej). Rzecz jasna, omówienie problematyki winy jako głównej przesłanki odpowiedzialności w prawie cywilnym wykracza poza ramy niniejszej pracy, dlatego w tym miejscu, w możliwie największym uproszczeniu, należy wskazać, że wspomniane, dwojake rozumienie winy w prawie cywilnym polega, z jednej strony, na szerokim jej ujęciu, a z drugiej strony, na jej ujęciu *sensu stricto*.⁴¹⁰ W ujęciu szerokim, które ma *notabene* tradycyjny wymiar a, od którego współcześnie coraz bardziej się odchodzi,

⁴¹⁰ Zob. szerzej Z. Banaszczyk (w:) K. Pietrzykowski (red.), *op. cit.*, s. 1402.

zakres pojęciowy winy postrzegany jest przez pryzmat możliwości przypisania zobowiązanemu dwóch związanych ze sobą zarzutów: 1) zarzutu obiektywnej niewłaściwości zachowania (obiektywny element winy), czyli tzw. bezprawności oznaczającej niezgodność zewnętrznego zachowania winnego z obowiązującym porządkiem prawnym (abstrakcyjnymi normami prawnymi formułującymi nakazy lub zakazy adresowane do ogółu, a także z zasadami współżycia społecznego czy innymi normami powszechnie przyjętymi i stosowanymi w społeczeństwie lub stosunkach danego rodzaju, np. zasadami uczciwego obrotu na określonym rynku); oraz 2) zarzutu subiektywnej niewłaściwości zachowania (subiektywny element winy), czyli naganności stanu świadomości psychicznej osoby winnej określonego naruszenia w odniesieniu do podjętego przezeń bezprawnego działania lub zaniechania, który to stan może przybrać postać: a) umyślności oznaczającej, że dana osoba chce (zamierza) poprzez swe bezprawne zachowanie doprowadzić do naruszenia (łac. *dolus directus*) lub jest w stanie wyobrazić sobie, że dopuszcza się naruszenia, a zarazem godzi się na wystąpienie jego skutków (łac. *dolus eventualis*); albo b) nieumyślności, zwanej także niedbalstwem, oznaczającej, że osoba winna określonego naruszenia nie dołożyła staranności wymaganej w stosunkach danego rodzaju, czyli tzw. należytej staranności, o której mowa w art. 355 § 1 k.c., a – w odniesieniu do profesjonalisty – kwalifikowanej formy należytej staranności, wynikającej z zawodowego charakteru jego działalności (art. 355 § 2 k.c.).⁴¹¹ Z kolei w ujęciu ścisłym, które koncepcyjnie dominuje we współczesnej nauce prawa cywilnego, pojęcie winy oddziela się od pojęcia bezprawności, a co za tym idzie winę pojmować należy – podobnie jak ma to miejsce w koncepcji znanej prawu karnemu – wyłącznie przez pryzmat ostatniego z opisanych wyżej zarzutów (subiektywnego elementu winy), czyli przy ujemnej ocenie niewłaściwości zachowania danej osoby należy odwoływać się wyłącznie do kwalifikacji psychicznych jej stanu świadomości (umyślność – nieumyślność).⁴¹² Osobiście przychyliam się do współczesnej koncepcji definiowania winy jako pojęcia odnoszącego się do sfery zjawisk psychicznych osoby zobowiązanej

⁴¹¹ Miernik niedbalstwa w postaci tzw. należytej staranności należy interpretować jako obiektywny wzorzec pewnego zachowania dla każdego, kto znajduje się w określonej sytuacji, przy czym podstawą do wyznaczenia takiego wzorca w danych okolicznościach mogą być zasady współżycia społecznego, przyjęte w danych kręgach obyczaje, pragmatyki zawodowe, zasady deontologii czy nawet stosowane w określonych sytuacjach zwyczaje. Szerzej w kwestii rodzajów i mierników winy, w tym winy nieumyślnej (niedbalstwa) zob. np. Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 211, a także M. Safjan (w:) K. Pietrzykowski (red.), *op. cit.*, s. 1140-1143.

⁴¹² Zob. np. A. Olejniczak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III...*, *op. cit.*, s. 417-418; W. Dubis (w:) E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *op. cit.*, s. 821. Warto jednakowoż zwrócić uwagę, że we współczesnej nauce prawa cywilnego wykształciła się równoległe tzw. normatywna koncepcja winy, w świetle której pod pojęciem winy należy rozumieć ujemną ocenę całokształtu zachowania sprawcy naruszenia, umożliwiającą postawienie mu zarzutu na podstawie analizy nie tylko jego stanu psychicznego (winy w ujęciu ścisłym), ale również istniejącej normy prawnej – zob. szerzej P. Machnikowski (w:) A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo zobowiązań – część ogólna. Tom 6*, Warszawa 2018, s. 441.

(rozróżnienie pojęcia winy od pojęcia bezprawności), jakkolwiek nie ulega wątpliwości, że aby móc dane zachowanie zakwalifikować jako zawinione w tym właśnie znaczeniu, wpraw, i tak, należy uznać takowe zachowanie za bezprawne, gdyż nie sposób w ogóle zarzucić winę, czy to umyślną, czy nieumyślną (niedbalstwo), osobie, której zachowanie nie wyczerpuje przesłanki bezprawności (jest zgodne z obowiązującym porządkiem prawnym).⁴¹³

W związku z powyższym, odnosząc przyjętą koncepcję winy w prawie cywilnym do badanej problematyki naruszeń obowiązków znacznych pakietów akcji spółek publicznych należy stanąć na stanowisku, iż ocena nieprawidłowości w sferze realizacji tych obowiązków powinna polegać, niejako w pierwszym etapie, na weryfikacji bezprawności (sprzeczności z określonym przepisem rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej) danego działania lub zaniechania nabywcy znacznego pakietu akcji, zaś, w razie stwierdzenia tej bezprawności, w drugiej kolejności, na ocenie zachowania nabywcy znacznego pakietu akcji przez pryzmat winy w ścisłym tego słowa znaczeniu (umyślność – nieumyślność). Innymi słowy, aby móc danej nieprawidłowości w realizacji obowiązków notyfikacyjnych czy dotyczących wezwań na akcje przypisać miano naruszenia, z którym art. 89 ustawy o ofercie publicznej wiąże sankcję utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki giełdowej, owa nieprawidłowość (niezależnie od tego czy polega ona na działaniu czy na bierności podmiotu zobowiązanego do wykonania danego obowiązku) powinna być zawiniona w ujęciu podmiotowym, co *a contrario* oznacza, że w braku winy (umyślności czy niedbalstwa) nabywcy znacznego pakietu akcji – pomimo bezprawności dokonanego przezeń naruszenia – nie powinien być on karany dolegliwą sankcją korporacyjnoprawną. Przypisanie naruszeniu obowiązków związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji tylko zarzutu bezprawności – skądinąd przecież stosunkowo łatwego do stwierdzenia albowiem obiektywnie weryfikowalnego⁴¹⁴ – nie może zatem przesądzać o winie nabywcy znacznego pakietu akcji

⁴¹³ Por. Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 209-210; A. Olejniczak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III...*, *op. cit.*, s. 418; Zob. także wyrok SN z dnia 7 maja 2008 r., sygn. akt II CSK 4/08, SIP LEX nr 424363, w myśl którego „Dopiero czyn bezprawny może być oceniany w kategoriach czynu zawinionego”. Przyjęte przeze mnie stanowisko, polegając na założeniu, że przesłanką umożliwiającą przypisanie sprawcy zarzutu winy (w znaczeniu ścisłym) jest wpraw stwierdzenie bezprawności jego nagannego postępowania, pozostaje *notabene* w zgodzie z tzw. normatywną koncepcją winy.

⁴¹⁴ Nie powinno budzić większych wątpliwości, że opisane w poprzednim punkcie pracy przypadki nieprawidłowości w sferze realizacji badanych obowiązków wyczerpują kryterium bezprawności naruszenia tych obowiązków (stojącego u podstaw zastosowania sankcji utraty prawa głosu), gdyż z obiektywnego punktu widzenia są działaniami lub zaniechaniami sprzecznymi z obowiązującymi przepisami prawa (regulacjami rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej). Jednocześnie nie powinno też budzić wątpliwości, że w niektórych przypadkach naruszeń omawianych obowiązków, także naruszeń istotnych (uruchamiających sankcję zakazu wykonywania prawa głosu z akcji), zachodzą przesłanki wyłączające bezprawność danego działania lub zaniechania sprawcy naruszenia, a tym samym nie można wyciągać z obiektywnie dokonanego naruszenia ujemnych konsekwencji korporacyjnoprawnych (art. 89 ustawy o ofercie publicznej) wobec danej osoby. W

w jej właściwym znaczeniu (skoro jest ona kryterium oddzielnym od bezprawności), a co za tym idzie o nałożeniu na niego zakazu wykonywania prawa głosu z akcji. Przeciwnie stanowisko byłoby zresztą nie do pogodzenia z dyrektywą współmierności sankcji grożącej za dokonanie naruszenia do charakteru samego naruszenia, albowiem nie wolno przyjąć, iż wyjątkowo restrykcyjną sankcją w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji ukarany miałby być w ogóle niewinny zaistniałemu naruszeniu akcjonariusz. Ponadto, przyjęte założenie potwierdza także wykładnia systemowa unormowań regulujących obrót znacznymi pakietami akcji spółek publicznej. Mianowicie, w myśl art. 97 ust. 1g ustawy o ofercie publicznej KNF, przy wymierzaniu administracyjnoprawnej kary pieniężnej za naruszenie czy to obowiązków notyfikacyjnych, czy obowiązków związanych z ogłoszeniem wezwania na akcje, musi brać pod uwagę, w szczególności, przyczyny dokonanego naruszenia, a więc niewątpliwie także winę nabywcy znacznego pakietu akcji w ścisłym jej znaczeniu. Skoro zatem wina stanowi *de lege lata* kryterium oceny naruszenia któregoś z badanych obowiązków – na potrzeby zastosowania sankcji administracyjnoprawnej z art. 97 ust. 1 lub 1a ustawy o ofercie publicznej – to również przy ocenie naruszenia któregoś z obowiązków z rozdziału 4 powołanej ustawy – na potrzeby uruchomienia sankcji korporacyjnoprawnej z jej art. 89 – powinno być brane pod uwagę kryterium zawinienia po stronie nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a nie tylko element obiektywny, czyli sama niezgodność jego działania lub zaniechania z prawem.⁴¹⁵ Polegając na zaprezentowanym założeniu, warto sprecyzować zatem kiedy *de facto* można postawić nabywcy znacznego pakietu akcji – w kontekście zastosowania wobec niego sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej – zarzut winy w odniesieniu do oceny uchybienia, którego się dopuścił na tle regulacji rozdziału 4 tej ustawy, a kiedy należy uznać brak jego zawinienia w tym uchybieniu.

Przede wszystkim, stwierdzić należy, że winę w naruszeniu obowiązku czy to notyfikacyjnego, czy związanego z ogłoszeniem wezwania na akcje zarzucić można wyłącznie osobie, która jest poczytalna i działa z odpowiednim rozeznaniem psychicznym. Wydaje się, że *per analogiam* można w tym zakresie sięgnąć do rozwiązania przyjętego w

mojej opinii dotyczy to stanów faktycznych, w których naruszenie określonego obowiązku – jakkolwiek obiektywnie niezaprzeczalne – jest związane z zaistnieniem, znanych w prawie cywilnym, okoliczności takich, jak np. obrona konieczna czy stan wyższej konieczności. W razie bowiem wystąpienia tego rodzaju okoliczności – które w praktyce mogą się przecież zdarzyć nabywcy znacznego pakietu akcji – w czasie kiedy winien dokonać zawiadomienia lub ogłosić wezwanie na akcje – z przyczyn czysto sprawiedliwościowych należy sięgnąć, w drodze analogii, do stosownych rozwiązań obowiązujących w prawie zobowiązań (art. 423 lub art. 424 k.c.) i przy ocenie konkretnego naruszenia obowiązku z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej uznać, że wystąpienie tego rodzaju okoliczności wyłącza bezprawność naruszenia. Taki stan rzeczy powoduje zresztą, że nie ma w ogóle podstaw do weryfikacji winy nabywcy znacznego pakietu akcji.

⁴¹⁵ Więcej na temat kryterium winy przy wymierzaniu sankcji administracyjnoprawnej przez KNF zob. poniżej.

prawie zobowiązań na gruncie art. 425 k.c., a więc uznać, że nabywca znacznego pakietu akcji, który znajduje się w stanie psychicznym uniemożliwiającym mu racjonalne postępowanie nie może być winny uchybienia określonej powinności.⁴¹⁶ Jakkolwiek nie sposób w ogóle wyobrazić sobie sytuacji, w której osoba niepoczytalna samodzielnie nabywa – w skuteczny sposób – znaczny pakiet akcji w ramach transakcji zawieranej na rynku giełdowym lub poza nim, gdyż w takim przypadku sama transakcja, która miałaby stanowić czynność stojącą u podstaw kwalifikowanej zmiany stanu posiadania byłaby bezwzględnie nieważna (art. 14 oraz art. 58 k.c.), to może się przecież zdarzyć, że pełnoletnia osoba faktycznie dotknięta upośledzeniem umysłowym a zarazem formalnie nieubezważnowolniona (nieposiadająca wyznaczonego przez sąd opiekuna zarządzającego jej sprawami i majątkiem) weszła, po raz pierwszy w życiu, w posiadanie znacznego pakietu akcji w wyniku, na przykład, dziedziczenia znaczącego portfela akcji, który pozostawił po sobie zmarły stryj, a następnie, w niedługim odstępie czasu, stan posiadania tej osoby w określonej spółce uległ kolejnemu istotnemu zwiększeniu w ramach niezależnego od niej zdarzenia prawnego jakim było, dajmy na to, obniżenie kapitału zakładowego wraz z częściowym umorzeniem akcji spółki, w skutek czego *de iure* powstał obowiązek dokonania przez tę osobę stosownego zawiadomienia o osiągnięciu lub przekroczeniu kwalifikowanego progu udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej lub, czego nie można przecież praktycznie wykluczyć, następczy obowiązek ogłoszenia przez nią wezwania na akcje, zgodnie z art. 73. ust. 2 albo z art. 74 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej. Przywołany przykład, abstrahując od tego, iż dosyć wyimaginowany i w rzeczywistości mało prawdopodobny, służy jednak ukazaniu trendu, który winien być przestrzegany w odniesieniu do kwalifikacji winy przy ocenie naruszenia regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej – tj. brak rozumności osoby zobowiązanej do wykonania któregośkolwiek obowiązku z tegoż rozdziału wyłącza po prostu możliwość przypisania tej osobie winy za dokonane naruszenie, a co za tym idzie, nałożenia na nią sankcji odbierającej prawo głosu z należących do niej akcji (jakkolwiek w braku zarządzania sprawami i majątkiem takiej osoby przez aktywnego opiekuna doniosłość przedmiotowej sankcji korporacyjnoprawnej bezpośrednio dla osoby chorej umysłowo należałoby zapewne ocenić jako znikomą). Jednocześnie warto zasygnalizować, iż podobnego toku rozumowania nie sposób zaakceptować w odniesieniu do przypadku wejścia osoby małoletniej w posiadanie znacznego pakietu akcji w takich samych okolicznościach jak opisane powyżej. Wszak osobie małoletniej nie można przypisać indywidualnie winy za jej

⁴¹⁶ Szerzej w kwestii niepoczytalności jako przyczyny wyłączającej winę zob. np. Z. Banaszczyk (w:) K. Pietrzykowski (red.), *op. cit.*, s. 1493 i nast. oraz P. Machnikowski (w:) A. Olejniczak (red.), *op. cit.*, s. 446-450.

bezprawne zachowanie (art. 426 k.c.), lecz osoba taka powinna być reprezentowana, czy to przez swego rodzica, czy innego opiekuna ustawowego. W konsekwencji, w kwestiach zarządzania sprawami małoletniego, w szczególności, przekraczającymi zakres zwykłego zarządu, przedstawiciel małoletniego zobowiązany jest działać w trosce o jego majątek, pod nadzorem sądu opiekuńczego, a tym samym ewentualną winę przy ocenie naruszenia obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej spoczywających na małoletnim należałoby zarzucić temu właśnie przedstawicielowi, przy czym jej ujemne skutki korporacyjnoprawne w sferze prawa głosu z akcji ponosiłby reprezentowany małoletni, pomimo, że prawa głosu z akcji osobiście nie wykonuje.

Odchodząc od problematyki poczytalności, należy skoncentrować uwagę na analizie winy umyślnej w zaniechaniach lub działaniach prowadzących do naruszeń obowiązków znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Ta postać winy, w kontekście oceny naruszeń badanych obowiązków, zdaje się zresztą nie budzić większych wątpliwości. Jak słusznie zauważa M. Mataczyński „Nie może być kwestionowana wina będąca rezultatem umyślnego zaniechania nabywcy znacznego pakietu akcji”.⁴¹⁷ Moim zdaniem, to samo tyczy się umyślnego działania nabywcy znacznego pakietu akcji, jeżeli, oczywiście, działanie to jest obiektywnie sprzeczne z obowiązkami ustanowionymi na gruncie regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej (bezprawne). Innymi słowy należy zastosować sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej zarówno wobec nabywcy znacznego pakietu akcji, który dopuścił się naruszenia obowiązku notyfikacyjnego lub obowiązku związanego z ogłoszeniem wezwania na akcje – umyślnie nie wykonując spoczywającej na nim powinności, jak i wobec nabywcy znacznego pakietu akcji, który dopuścił się takowego naruszenia – świadomie wykonując dany obowiązek, ale w sposób niezgodny z obowiązującą regulacją, czyli np. dokonując, w trybie art. 69 ust. 1 przedmiotowej ustawy, zawiadomienia, którego jednak treść sfałszował w zamiarze bezpośrednim (łac. *dolus directus*), dążąc do manipulacji kursem notowań akcjami danej spółki publicznej, dzięki czemu miał odnieść określoną korzyść finansową. Reasumując ów wątek, tak naruszenia stanowiące rezultat umyślnego zaniechania polegającego na świadomym braku realizacji obowiązku ustawowego, jak i naruszenia stanowiące skutek umyślnego działania polegającego na zamierzonym wykonaniu takiego obowiązku w sposób niewłaściwy (niezgodny z prawem), dają asumpt do zarzucenia nabywcy znacznego pakietu akcji winy umyślnej przy ocenie dokonanego naruszenia, a co za

⁴¹⁷ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, op. cit., s. 241.

tym idzie stwarzają podstawę do nałożenia nań sankcji w formie zakazu wykonywania prawa głosu z akcji.

W nieco bardziej skomplikowany sposób – niżeli przypisanie nabywcy znacznego pakietu akcji winy umyślnej w naruszeniu danego obowiązku z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej – jawi się możliwość postawienia nabywcy znacznego pakietu akcji zarzutu winy nieumyślnej (niedbalstwa) w związku z zaniechaniem wykonania bądź nieprawidłowym wykonaniem obowiązku notyfikacyjnego lub obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje. Otóż, w świetle zasygnalizowanej powyżej charakterystyki winy nieumyślnej, należałoby przyjąć, że z niedbalstwem nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej mamy do czynienia wtedy, kiedy podmiotowi temu zarzucić można, iż dopuścił się uchybienia któregoś z przedmiotowych obowiązków w konsekwencji niedołożenia tzw. należytej staranności. Zasadniczy problem na tym tle dotyczy odniesienia się do owego miernika należytej staranności, jaką powinien wykazać się nabywca znacznego pakietu akcji przy okazji wykonywania danych obowiązków. Po pierwsze, przepisy rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, co do zasady, milczą na temat winy, a w tym również na temat miernika należytej staranności, jako kryterium oceny naruszenia obowiązków ustanowionych w tym rozdziale (uzasadnia to sięgnięcie w drodze analogii do mechanizmów prawa cywilnego w kwestii winy). Wyjątkiem w tej materii jest przepis art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, którego treść *expressis verbis* wymaga zachowania należytej staranności od osoby zobligowanej do dokonania zawiadomienia o zmianie stanu posiadania wynikającej ze zdarzenia innego niż transakcja zawarta na rynku regulowanym – „Kto: 1) osiągnął lub przekroczył (...) jest obowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym Komisję oraz spółkę, nie później niż w terminie 4 dni roboczych od dnia, w którym dowiedział się o zmianie udziału w ogólnej liczbie głosów lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć (...)”. Literalna wykładnia badanych regulacji zdaje się więc świadczyć o tym, że nabywcy lub zbywcy znacznych pakietów akcji mogą być oceniani przez pryzmat zachowania należytej staranności w stosunkowo ograniczonym zakresie (jedynie przy dokonywaniu zawiadomienia o zmianie stanu posiadania mającej swe źródło w zdarzeniach innych niż transakcja zawarta na rynku regulowanym). Pomimo jednak tego, że prawodawca wyraźnie nawiązał do miernika należytej staranności wyłącznie w kontekście realizacji konkretnego rodzaju obowiązku notyfikacyjnego, uważam, że – ze względu na potrzebę systemowej spójności standardów obowiązujących w sferze obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych – kryterium należytej staranności powinno być brane pod uwagę również przy ocenie realizacji pozostałych obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej przez nabywców lub

zbywców znacznych ilości akcji.⁴¹⁸ Po drugie, znacznie poważniejszy problem niż ten związany z określeniem zakresu zastosowania miernika należytej staranności przy ocenie realizacji poszczególnych obowiązków nabywców znacznych ilości akcji, stanowi samo sprecyzowanie treści tegoż kryterium, czyli, innymi słowy, zdefiniowanie, w ogóle, wzorca normatywnego należytej staranności w obrocie znacznymi ilościami akcji na rynku giełdowym. Rzecz jasna, wzorcowym zachowaniem nabywcy czy zbywcy znacznego pakietu akcji jest, po prostu, zadośćuczynienie obowiązkom regulującym tenże obrót, niemniej zdefiniowanie badanego miernika staranności w taki sposób byłoby *de facto* równoznaczne z aprobatą stanowiska, że już sama bezprawność (naruszenie obowiązku) oznacza niezachowanie należytej staranności na forum obrotu giełdowego, a w konsekwencji winę osoby zobowiązanej. Tymczasem, jak zostało wyżej wyjaśnione, wina nie powinna być utożsamiana z bezprawnością.⁴¹⁹ Co więcej, biorąc pod uwagę jak skomplikowaną i nieoczywistą materią są regulacje dotyczące obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a zarazem jak doniosła (surowa) w swych skutkach sankcja grozi za naruszenie tych regulacji, wzorzec normatywny należytej staranności stanowiący kryterium oceny naruszeń na tym polu, nie powinien przyjmować nader rygorystycznej formy. Nie oznacza to wszak, że uzasadnieniem dla naruszenia obowiązku notyfikacyjnego czy polegającego na ogłoszeniu wezwania na akcje może być argument nieznanomości prawa – tym bardziej, że w praktyce obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych nie biorą raczej udziału osoby całkowicie nieorientowane ani niemające podstawowej wiedzy na temat regulacji określających ramy prawne tego obrotu.⁴²⁰ W myśl zresztą łacińskiej sentencji *ignorantia iuris nocet* tłumaczenie się przez nabywcę lub zbywcę znacznego pakietu akcji brakiem znajomości określonych regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej nie może stwarzać podstaw do uchylenia zawinienia (niedbalstwa). W dobie współczesności i, co do zasady, powszechnego dostępu do rozmaitych publikacji czy internetu, który zapewnia możliwość zapoznania się z wszelkimi regulacjami prawnymi w przystępny sposób, każdy inwestor, a w szczególności, inwestor nabywający znaczną ilość akcji spółki giełdowej może przecież z łatwością pozyskać wiedzę o spoczywających na nim powinnościach i sposobach ich realizacji. Alternatywnie, jeśli osoba obracająca znacznymi ilościami akcji spółki publicznej

⁴¹⁸ Podobnie *Ibidem*, s. 136 oraz 144.

⁴¹⁹ Zdaniem jednak niektórych przedstawicieli doktryny granica pomiędzy winą a bezprawnością zaciera się w profesjonalnym obrocie gospodarczym, w szczególności zaś w odniesieniu do działalności osób prawnych, których odpowiedzialność za naruszenia coraz częściej się obiektywizuje (odchodząc tym samym od podmiotowej kwalifikacji czynu) – zob. np. P. Machnikowski (w:) A. Olejniczak (red.), *op. cit.*, s. 456-458. Por. także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 242.

⁴²⁰ Tak też *Ibidem*, s. 137.

nie czuje się na siłach, aby samodzielnie interpretować obowiązujące przepisy, może zawsze sięgnąć po pomoc profesjonalnego doradcy prawnego. W tym kontekście nie ulega kwestii, że na nieznaną prawo nie może powoływać się, przede wszystkim, nabywca znacznego pakietu akcji będący osobą prawną, albowiem za działania takiej osoby, zgodnie z literą prawa, odpowiadają członkowie zarządu, którzy z mocy prawa (art. 293 § 2 oraz art. 483 § 2 k.s.h.) zobowiązani są do zachowania staranności wynikającej z zawodowego charakteru ich działalności⁴²¹, a ponadto w strukturze organizacyjnej tego rodzaju podmiotu funkcjonują, z reguły, odpowiednie służby prawne (niekiedy specjalny dział relacji inwestorskich), w związku z czym winny one dbać o prawidłowe wypełnienie obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych. Zresztą, zaprezentowaną konkluzję potwierdza ogólne rozwiązanie przyjęte na gruncie art. 355 § 2 k.c., które nakazuje interpretować należyta staranność profesjonalistów (niewątpliwie są nimi osoby prawne) w sposób bardziej rygorystyczny niżeli ma to miejsce w odniesieniu do osób fizycznych, a więc z uwzględnieniem fachowego charakteru ich działalności.⁴²²

Abstrahując od argumentu nieznaności prawa, który, jak ustalono powyżej, nie może stanowić przesłanki ekskulpacyjnej przy ocenie naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, przyjęć należy, że swoisty wzorzec normatywny należytej staranności na forum obrotu takimi pakietami akcji można by określić, odnosząc się do modelu przeciętnego i racjonalnie myślącego znaczącego inwestora giełdowego, z zastrzeżeniem, że wymogi stawiane takiemu inwestorowi powinny być tym wyższe, im większe są jego zaangażowanie oraz aktywność na rynku regulowanym.⁴²³ Uprawnione

⁴²¹ Jednym z wymagań jakie pod kątem staranności stawia się tradycyjnie członkom zarządu jest znajomość obowiązującego prawa. W przypadku zatem, kiedy dana osoba prawna zajmuje się obracaniem znacznymi ilościami akcji notowanych na parkiecie giełdowym, jej członkowie zarządu winni legitymować się biegłą znajomością przepisów ustawy o ofercie publicznej, w tym regulacji rozdziału 4 tej ustawy, poświęconych zmianom stanu posiadania. Szerzej w kwestii miernika staranności wymaganego od członków zarządu w spółkach kapitałowych zob. np. J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Odpowiedzialność członków zarządu w spółkach kapitałowych – miernik staranności* (w:) A. Nowicka (red.), *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi Stanisławowi Sołtysińskiemu*, Poznań 2005, s. 502; K. Bilewska, *Bezprawność a niedochowanie należytej staranności w rozumieniu art. 293 k.s.h.*, *Palestra* 2007, Nr 3-4, s. 275; A. Opalski, K. Oplustil, *Jeszcze w sprawie odpowiedzialności członków organów spółek kapitałowych*, PPH 2013, Nr 12, s. 26.

⁴²² W kwestii miary należytej staranności uwzględniającej zawodowy charakter działalności profesjonalistów, w tym członków zarządu spółek kapitałowych, zob. w szczególności M. Safjan (w:) K. Pietrzykowski (red.), *op. cit.*, s. 1141-1143.

⁴²³ Nauka prawa rynku kapitałowego posługuje się pojęciem modelowego „racjonalnego inwestora”, wskazując, że racjonalny inwestor to inwestor, który, w szczególności, posiada ogólną wiedzę na temat rynku kapitałowego i zasad jego funkcjonowania oraz wykorzystuje ją, dążąc do maksymalizacji swoich zysków i minimalizacji swoich strat. Por. T. Sójka (w:) T. Sójka (red.), M. Matczyński [et al.], *op. cit.*, s. 322-323, a także R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 144. Przyjęty model racjonalnego inwestora giełdowego stosować trzeba – na potrzeby ustalenia wzorca należytej staranności przy wypełnianiu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji – w sposób maksymalnie elastyczny. Należy mieć bowiem na uwadze, że miernik należytej

wyduje się stanowisko, że inwestor znaczący dokonuje alokacji swych środków finansowych w akcje spółek publicznych nie tylko w celu uzyskania szybkiego zarobku na dokonanej inwestycji (tak, jak czyni to przeciętny drobny inwestor), lecz często również w zamiarze aktywnego uczestniczenia w sprawach korporacji jaką jest spółka publiczna (dotyczy to z pewnością tzw. inwestorów strategicznych). Rzecz jasna, inne są też priorytety ekonomiczne nabywcy pakietu akcji dającego 5% udziału w ogólnej liczbie głosów spółki od zamiarów strategicznych dominującego „gracza”, który zmajoryzował spółkę, nabywając 66% udziału w jej ogólnej liczbie głosów. Niemniej jednak, każdego z nich powinna cechować ogólna znajomość procesów ekonomicznych właściwych obrotowi na rynku regulowanym oraz standardów obowiązujących w tym obrocie, a w szczególności mechanizmów związanych z podstawowymi instytucjami prawa rynku giełdowego takimi, jak obowiązki informacyjne emitentów, szczególne zasady zwoływania, organizacji i uczestnictwa w walnych zgromadzeniach spółek publicznych czy obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji. W normalnych okolicznościach można zatem zasadnie oczekiwać od każdego nabywcy znacznego pakietu akcji, że dokonując transakcji postępuje racjonalnie i jest świadom wymagań, jakie stawia przed nim prawo w danym zakresie (ma chociażby podstawową wiedzę na ten temat). Co za tym idzie, nawet jeśli nie jest w stanie samodzielnie sprostać tym wymaganiom, to modelowa racjonalność jego postępowania oznacza, iż powinien zgłosić się do specjalisty w celu uzyskania porady prawnej bądź zlecenia odpowiedniemu specjalście realizacji określonych powinności w swoim imieniu (w sferze realizacji obowiązku polegającego na ogłoszeniu wezwania na akcje taką formułą narzuca zresztą przepis art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, który wymaga od podmiotu zobowiązanego, aby powierzył ogłoszenie i przeprowadzenie procedury wezwania profesjonalnemu domowi maklerskiemu). Odwołując się zatem do modelu przeciętnego znaczącego inwestora w celu sformułowania wzorca należytej staranności jaką powinni, modelowo, wykazywać się nabywcy znacznych pakietów akcji, podkreślić należy, po prostu, naturalną dla „gracza” giełdowego biegłość w podstawowych niuansach ekonomicznych i prawnych rynku giełdowego oraz ogólnie pożądaną we wszelakich stosunkach społecznych zdrowy rozsądek.⁴²⁴ Odbiegnięcie zaś od

staranności inwestora będącego profesjonalistą w obrocie znacznymi pakietami akcji polegać musi na zawodowym charakterze jego działalności, do którego z kolei nie trzeba się odnosić precyzując miernik należytej staranności indywidualnego znacznego inwestora (osoby fizycznej nieprowadzącej działalności gospodarczej, w szczególności, w zakresie obrotu instrumentami finansowymi).

⁴²⁴ Oczywiście, przy ocenie zachowań nabywcy znacznego pakietu akcji będącego profesjonalnym inwestorem, a w szczególności, funduszem inwestycyjnym zajmującym się nabywaniem lub zbywaniem znacznych pakietów akcji spółek giełdowych, pułap staranności, a przeto wymaganej – modelowo – znajomości procesów ekonomicznych oraz regulacji kreujących ramy prawne obrotu znacznymi pakietami akcji, należy określić

przedstawionego modelu pożądanego zachowania znacznego inwestora należy, co do zasady, traktować jako niedołożenie należytej staranności w obrocie znacznymi pakietami akcji, skutkujące koniecznością zarzucenia nabywcy znacznego pakietu akcji niedbalstwa przy ocenie naruszenia ciążącego na nim obowiązku.

Ocenę naruszeń obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej w oparciu o sprecyzowany powyżej wzorzec normatywny należytej staranności cechuje dosyć uniwersalny walor słusznościowy, a mianowicie, zakładając modelowe dążenie racjonalnego nabywcy znacznej ilości akcji do prawidłowej realizacji spoczywających na nim powinności, ów wzorzec nie pozbawia jednak sprawcy naruszenia prawa do ekskulpacji poprzez wykazanie, że choć dołożył należytej staranności, to, i tak, doszło do naruszenia przedmiotowych obowiązków – w konsekwencji zaistnienia (wyjątkowych) okoliczności niezależnych od niego bądź przerastających jego możliwości sprawcze, jako modelowego (przeciętnego) znacznego inwestora. Bez wątpienia do okoliczności takich zaliczyć można rozmaite nagłe wypadki, ciężkie choroby, szczególne problemy osobiste nabywcy znacznego pakietu akcji lub inne zdarzenia zewnętrzne, niemożliwe do przewidzenia ani do zapobieżenia (łac. *vis major*).⁴²⁵ W tego typu wyjątkowych stanach faktycznych uzasadnione jest odejście od zasady *dura lex, sed lex* i wyciągnięcia wobec nabywcy znacznego pakietu akcji konsekwencji korporacyjnoprawnych, o których mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Zresztą karanie osoby, która, zupełnie niespodziewanie, znalazła się w ciężkim stanie zdrowotnym lub w trudnym położeniu osobistym, lub została ofiarą działania siły wyższej, tak dotkliwą sankcją, jaką jest pozbawienie prawa głosu z akcji w spółce publicznej kłóciłoby się z zasadami współżycia społecznego. Tak więc, w wyjątkowych sytuacjach, nie należy odmawiać nabywcy znacznego pakietu akcji, który uchybił danemu obowiązkowi ustawowemu, możliwości skutecznego zwolnienia się od zawinięcia (ekskulpacji), przy czym trzeba mieć na uwadze, że ciężar udowodnienia, iż, pomimo zachowania należytej staranności, nadzwyczajne okoliczności uniemożliwiły zadośćuczynienie danemu obowiązkowi spoczywał będzie, oczywiście, na nabywcy znacznego pakietu akcji.⁴²⁶

W kontekście powyższego warto także poświęcić odrębną uwagę problematyce winy osób prawnych, gdyż w praktyce takie właśnie osoby wykazują się największą aktywnością

znacznie wyżej niż na poziomie podstawowej wiedzy, jak ma to miejsce w odniesieniu do przeciętnego nabywcy znacznego pakietu akcji będącego osobą fizyczną.

⁴²⁵ Jako zasadnej przesłanki ekskulpacyjnej nie można wykluczyć np. mającej charakter siły wyższej, nagłej i całkowitej awarii łączności oraz dostępu do środków komunikacji elektronicznej (na odległość) w jakimś odległym miejscu poza granicami Polski, w którym nabywca znacznego pakietu akcji przebywa na wakacjach, bez możliwości wcześniejszego powrotu.

⁴²⁶ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 138, 144 oraz 242-243.

na forum obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych. Przede wszystkim, stwierdzić należy, że wszelkie poczynione wyżej konkluzje, odnośnie do oceny naruszeń badanych obowiązków przez pryzmat umyślności czy niedbalstwa, pozostają aktualne również w kontekście kwalifikacji winy nabywców znacznych ilości akcji mających formę osób prawnych – z uwzględnieniem jednakowoż poniższych uwag, nawiązujących do odmiennej natury (specyfiki) osoby prawnej, której, jako organizacji prawnej, nie można przecież przypisać winy w ścisłym tego słowa znaczeniu, albowiem nie cechuje jej świadomość ani zdolności psychiczne tak, jak ma to miejsce w odniesieniu do osób fizycznych. W szczególności, odwołanie się do modelu racjonalnego znacznego inwestora giełdowego, na potrzeby ustalenia miernika staranności wymaganej od nabywców znacznych ilości akcji spółek publicznych, zdaje się być słusznym rozwiązaniem również przy ocenie naruszeń obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej spowodowanych niedbalstwem nabywcy znacznego pakietu akcji będącego osobą prawną (niedbalstwem członków zarządu osoby prawnej) – przy czym, jak zostało to już zasygnalizowane, modelowy wzorzec zachowań racjonalnego znacznego inwestora będącego profesjonalistą – którym osoba prawna jest zawsze z racji swej natury gospodarczej – polega na wyższych wymaganiach niż te, które wzorzec racjonalnego znacznego inwestora zakłada w stosunku do nabywcy znacznego pakietu akcji będącego osobą fizyczną (art. 355 § 2 k.c.). W każdym razie, dokonując kwalifikacji winy przy ocenie naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spoczywających na osobach prawnych, sięgnąć należy do przepisu art. 416 k.c. Przepis ten, stanowiąc swoistą konsekwencję obowiązującej w naszym porządku prawnym teorii organów (art. 38 k.c.), wskazuje, iż jakkolwiek nie ma możliwości przypisania winy (*sensu stricto*) osobie prawnej, to osoba taka ponosi ujemne konsekwencje uchybień dokonanych z winy jej organu. Przekładając tę regulację na płaszczyznę będącą przedmiotem analizy w tej części pracy, stwierdzić trzeba, że nabywca znacznego pakietu akcji mający formę osoby prawnej (czy to spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, czy spółki akcyjnej) ponosić powinien konsekwencje korporacyjnoprawne (art. 89 ustawy o ofercie publicznej) uchybienia danemu obowiązkowi z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, jeśli istnieje możliwość przypisania winy za owo uchybienie zarządowi tego nabywcy (spółki kapitałowej), jako organowi odpowiedzialnemu za należyte wykonywanie ustawowych obowiązków w imieniu osoby prawnej, na rzecz której działa (poza przypadkami nieulegającej wątpliwości winy umyślnej, kwalifikacja niedbalstwa członków zarządu powinna być dokonywana w oparciu o wzorzec staranności określony poprzez odniesienie się do zaproponowanego wyżej modelu racjonalnego znacznego inwestora, z uwzględnieniem

jednakowoż regulacji art. 293 § 2 lub art. 483 § 2 k.s.h., które nakładają na członków zarządu wymóg zachowania kwalifikowanej postaci staranności, wynikającej z zawodowego charakteru ich działalności, co *de facto* oznacza, że członkom zarządów nabywców znacznych pakietów akcji trudniej jest się ekskulpować niżeli osobom fizycznym będącym samodzielnie nabywcami znacznych pakietów akcji). Przyjąć zresztą należy, że o „winie” nabywcy znacznego pakietu akcji będącego osobą prawną przesądza wina (umyślność – niedbalstwo) chociażby jednego z członków jego organu zarządzającego.⁴²⁷ Na tym tle mogą z kolei wystąpić rozmaite problemy praktyczne, uwarunkowane np. strukturą podmiotową organu, indywidualnym podziałem kompetencji w ramach organu czy, wreszcie, brakiem możliwości przypisania winy – w ścisłym jej znaczeniu – któremukolwiek z członków organu albo więcej niż jednemu spośród tychże członków. Każdą sytuację trzeba oceniać *ad casum*, niemniej warto podkreślić, że w praktyce współczesnego obrotu coraz częściej zaobserwować można swego rodzaju tendencję, polegającą na przypisywaniu osobom prawnym tzw. winy anonimowej – m.in. właśnie w sytuacji, kiedy winy za określoną nieprawidłowość nie da się zarzucić indywidualnie żadnej z osób pełniących funkcję w organie osoby prawnej, lecz można ją zarzucić w sposób niezidentyfikowany wszystkim piastunom danego organu.⁴²⁸ Koncepcja tzw. winy anonimowej, która z pewnością niebezpiecznie upraszcza proces oceny sprawstwa i dokonanego naruszenia, może stanowić alternatywę dla koniczności postawienia osobie prawnej zarzutu winy zgodnie z art. 416 k.c., wprowadzając możliwość zarzucenia winy nabywcy znacznego pakietu akcji będącemu osobą prawną w oderwaniu od indywidualnych uwarunkowań jej członków zarządu i ich cech osobistych, a jedynie w oparciu o stwierdzenie, że w rezultacie nieprawidłowego działania organu doszło do niedopełnienia któregoś z obowiązków ustanowionych na gruncie rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, w skutek czego nabywcę znacznego pakietu akcji (będącego osobą prawną) obciążyć należy sankcją z art. 89 powołanej ustawy. W przypadku oceny naruszeń wymogów dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji w oparciu o koncepcję tzw. winy anonimowej pożądana wydaje się jednakowoż daleko idąca ostrożność, gdyż koncepcja ta powoduje znaczną obiektywizację procesu ocennego, co z kolei prowadzić może do niepożądanego zatarcia rozróżnienia pomiędzy zarzutem bezprawności a zarzutem winy (*sensu stricto*). Mając zarazem na uwadze surowość sankcji grożącej za naruszenie obowiązku notyfikacyjnego lub obowiązku związanego z ogłoszeniem wezwania na akcje,

⁴²⁷ Zob. P. Machnikowski (w:) A. Olejniczak (red.), *op. cit.*, s. 457.

⁴²⁸ Szerzej nt. koncepcji tzw. winy anonimowej w strukturach organizacyjnych zob. np. A. Olejniczak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III...*, *op. cit.*, s. 427 oraz P. Machnikowski (w:) A. Olejniczak (red.), *op. cit.*, s. 457.

stoję na stanowisku, że koncepcja tzw. winy anonimowej powinna być stosowana wobec osób prawnych uczestniczących w obrocie znacznymi pakietami akcji jedynie w szczególnie uzasadnionych przypadkach.

Analizując przesłankę winy nabywcy znacznego pakietu akcji (w jej subiektywnym ujęciu) – jako kryterium oceny dokonanego przezeń naruszenia obowiązku notyfikacyjnego lub obowiązku związanego z ogłoszeniem wezwania na akcje – należy jeszcze na koniec odnieść się do następującego, interesującego, problemu jurydycznego. Otóż, mając na uwadze powyższe, nie ulega wątpliwości, że wina sprawcy naruszenia – w znaczeniu sprecyzowanym w niniejszym punkcie pracy – powinna być brana pod uwagę przy ocenie naruszenia dokonywanej na potrzeby zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. W tym kontekście rodzi się jednakże pytanie czy na przesłance winy opierać powinna się również ocena naruszenia danych obowiązków dokonywana przez KNF w toku postępowania administracyjnego w przedmiocie nałożenia na nabywcę znacznego pakietu akcji sankcji o charakterze administracyjnoprawnym (art. 97 ust. 1 i 1a ustawy o ofercie publicznej)?⁴²⁹ Wszak odpowiedź na to pytanie można odnaleźć powyżej, a przedmiotem niniejszej rozprawy nie jest problematyka konsekwencji administracyjnoprawnych uchybienia obowiązkom z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, lecz odpowiednia materia w sferze korporacyjnoprawnej, jednakże rozszerzenie w tym miejscu wątku odpowiedzialności administracyjnej (charakteru sankcji administracyjnoprawnej) za takowe uchybienia wydaje się w pełni uzasadnione, albowiem, po pierwsze, odpowiedzialność ta może obciążać nabywcę znacznego pakietu akcji niezależnie od zakazu wykonywania prawa głosu z akcji (niejako równolegle), a ponadto, ustalenie czy opiera się ona na zasadzie winy, czy nie świadczyć może o pożądanej spójności systemowej przepisów (w tym zasad nakładania sankcji) obowiązujących w obrocie znacznymi pakietami akcji spółek publicznych (regulacji o charakterze zarówno cywilno-, jak i administracyjnoprawnym) bądź o jej braku, a tym samym wskazywać właściwy kierunek wykładni systemowej art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Innymi słowy, tak ważne jest nawiązanie do zasad i warunków, na jakich polega odpowiedzialność administracyjnoprawna nabywcy znacznego pakietu akcji, gdyż bezapelacyjnie konieczna – z jego punktu widzenia – jest pewność co do tego, czy w razie dopuszczenia się naruszenia któregoś z obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej jego naganne zachowanie będzie oceniane wedle

⁴²⁹ Szerzej na temat sankcji administracyjnoprawnej grożącej za naruszenie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych zob. np. K. Borkowska, P. Wajda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, op. cit., s. 412-414, a także M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, op. cit., s. 674-686.

takich samych kryteriów i na takich samych zasadach zarówno przez pryzmat zagrożenia sankcją korporacyjnoprawną (art. 89 ustawy o ofercie publicznej), jak i przez pryzmat zagrożenia sankcją o charakterze administracyjnoprawnym (art. 97 ust. 1 i 1a ustawy o ofercie publicznej), czy, alternatywnie, kwalifikacja dokonanych przez naruszenia będzie odmienna na potrzeby zastosowania każdej z wymienionych sankcji (uwzględniająca kryterium winy *sensu stricto* przy zastosowaniu sankcji korporacyjnoprawnej i całkowicie zobjektywizowana przy zastosowaniu sankcji administracyjnoprawnej lub odwrotnie).

Z jednej strony wskazać należy, że w nauce prawa administracyjnego tradycyjnie przyjmuje się, co do zasady, iż odpowiedzialność administracyjna za tzw. delikt administracyjny – polegająca na nałożeniu przez organ administracyjny, na podstawie decyzji administracyjnej, sankcji o charakterze administracyjnoprawnym (najczęściej w postaci kary pieniężnej) – związana jest wyłącznie z badaniem przesłanek obiektywnych, a więc tego czy w danym przypadku doszło do naruszenia określonego przepisu prawa (np. ustawowego obowiązku obwarowanego administracyjną karą pieniężną), zaś poza zakresem badania w postępowaniu administracyjnym pozostaje kryterium subiektywne, czyli ewentualna wina podmiotu zobowiązanego.⁴³⁰ Uwarunkowanie odpowiedzialności administracyjnej jedynie od stwierdzenia obiektywnego stanu niezgodności z prawem ewidentnie upraszcza proces oceny danego naruszenia przez organ administracyjny, a co za tym idzie, znacznie przyspiesza postępowanie w kierunku wymierzenia kary pieniężnej. Być może właśnie z tego względu sankcje pieniężne o charakterze administracyjnoprawnym stają się coraz popularniejszym środkiem represyjnym w polskim ustawodawstwie, stanowiąc niewątpliwie ergonomiczną alternatywę dla sankcji znanych w prawie karnym, w tym grzywien, których wymierzanie, zgodnie z zasadą *nullum crimen sine culpa*, nie może abstrahować od żmudnego procesu stwierdzenia zawinienia (kryterium winy stanowi podstawową przesłankę odpowiedzialności karnej). Nie ulega kwestii, że naruszenie obowiązku notyfikacyjnego czy obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje – w ujęciu administracyjnoprawnym – stanowi delikt administracyjny, a zatem wydawać by się mogło, że w świetle tradycyjnej wykładni standardów prawa (postępowania) administracyjnego, subiektywny element winy (*sensu stricto*) nie powinien stanowić warunku odpowiedzialności administracyjnej w postaci

⁴³⁰ Zob. np. M. Wincenciak, *Sankcje w prawie administracyjnym i procedura ich wymierzania*, Warszawa 2008, s. 28, 92 oraz 100-106; A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009, s. 50-58; A. Skoczylas, *Sankcje administracyjne jako środek nadzoru nad rynkiem kapitałowym* (w:) M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki (red.), *Sankcje administracyjne. Blaski i cienie*, Warszawa 2011, s. 321; M. Wyrzykowski, M. Ziółkowski (w:) R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.), S. Biernat [et al.], *System prawa administracyjnego. Konstytucyjne podstawy funkcjonowania administracji publicznej. Tom 2*, Warszawa 2012, s. 363; P. Błaszczak, *op. cit.*, s. 26.

nałożenia kary pieniężnej z art. 97 ust. 1 lub 1a ustawy o ofercie publicznej na nabywcę znacznego pakietu akcji, który dopuścił się tego deliktu.

Z drugiej jednak strony, niezależnie od ugruntowanych trendów w sferze przesłanek wymierzania sankcji administracyjnoprawnych w naszym porządku prawnym, w judykaturze i doktrynie prawa administracyjnego pojawiają się również głosy, wedle których przesłanką wymierzenia sankcji administracyjnoprawnej musi być wystąpienie subiektywnego elementu zawinienia, a nie tylko obiektywne stwierdzenie naruszenia prawa.⁴³¹ W zgodzie z tymi głosami zdaje się *notabene* być niedawna nowelizacja ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego⁴³², na mocy której wprowadzono nowy dział poświęcony administracyjnym karom pieniężnym, który reguluje ogólne zasady nakładania i wymierzania tego rodzaju kar przez organy administracji publicznej.⁴³³ Pośród wskazanych zasad widnieją, w szczególności, dyrektywy wymiaru administracyjnych kar pieniężnych, zgodnie z którymi organ administracji publicznej, wymierzając daną karę, ma obowiązek wziąć pod uwagę m.in. wagę i okoliczności naruszenia, stopień przyczynienia się strony do powstania naruszenia prawa lub działania podjęte przez stronę dobrowolnie w celu uniknięcia skutków naruszenia prawa (art. 189d k.p.a.). Moim zdaniem, tak sformułowane dyrektywy wymierzania sankcji pieniężnych o charakterze administracyjnoprawnym nakazują zatem organowi prowadzącemu postępowanie administracyjne uwzględniać, w szczególności, subiektywny element zawinienia przy ocenie naruszenia prawa. Nowe reglacje k.p.a. mają jednakowoż zastosowanie wtedy, kiedy przepisy odrębne nie regulują materii nakładania administracyjnych kar pieniężnych w sposób szczególny.⁴³⁴ Należy więc zwrócić w tym miejscu uwagę na szczególne rozwiązanie zawarte w art. 97 ust. 1g ustawy o ofercie publicznej, które zresztą pozostaje w zgodzie ze wspomnianymi dyrektywami o charakterze *lex generalis*. W świetle bowiem powołanego przepisu „Przy wymierzaniu kary za naruszenia, o których mowa w ust. 1 lub 1a, Komisja bierze w szczególności pod uwagę: (...) 2) przyczyny naruszenia;”. W kontekście treści przedmiotowego przepisu nie powinno zatem budzić wątpliwości, że na potrzeby wymierzania sankcji administracyjnoprawnej z art. 97 ust. 1 lub 1a ustawy o ofercie publicznej KNF musi dokonywać oceny naruszenia któregośkolwiek

⁴³¹ Zob. orzeczenie TK z dnia 1 marca 1994 r., sygn. akt U 7/93, OTK 1994, poz. 5; A. Skoczylas, *op. cit.* (w:) M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki (red.), *op. cit.*, s. 321-322 oraz powołaną tam literaturę.

⁴³² Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 2096 ze zm. – dalej jako „k.p.a.”.

⁴³³ Zob. przepisy art. 189a – 189k k.p.a. zawarte w dziale IVA k.p.a. zatytułowanym „Administracyjne kary pieniężne” – przepisy te zostały dodane do k.p.a. na mocy ustawy z dnia 7 kwietnia 2017 r. o zmianie ustawy Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 935). Szerzej na temat tej nowelizacji zob. H. Nowicki (w:) R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.), Z. Duniewska [et al.], *System prawa administracyjnego. Prawo administracyjne materialne. Tom 7*, Warszawa 2017, s. 680-683.

⁴³⁴ Art. 189a §1 i §2 k.p.a.

z obowiązków z rozdziału 4 te same ustawy przez pryzmat rzeczywistych okoliczności stojących u podstaw naruszenia, a więc uwzględniać m.in. subiektywną przesłankę winy po stronie sprawcy naruszenia. Owo szczególne rozwiązanie uzasadnia wyjątkowa specyfika obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych, a zarazem wspomniana już wyżej możliwość jednoczesnego nałożenia na sprawcę naruszenia zarówno doniosłej sankcji o charakterze korporacyjnoprawnym, jak i dolegliwej administracyjnoprawnej kary pieniężnej. Rozwiązanie to gwarantuje także swoistą elastyczność przy podejmowaniu przez KNF decyzji administracyjnej w przedmiocie nałożenia kary pieniężnej z art. 97 ust. 1 lub 1a ustawy o ofercie publicznej. Spełnia ono bowiem postulat miarkowania sankcji administracyjnoprawnej w taki sposób, że podstawą odpowiedzialności administracyjnej w badanym zakresie może być, w szczególności, ciężar gatunkowy deliktu administracyjnego oraz zagrożenie sankcją administracyjną, co oznacza, że im poważniejsze naruszenie obowiązku z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej oraz im surowsza kara grożąca za nie, tym większy powinien być nacisk KNF na badanie elementu subiektywnego (winy) popełnienia danego deliktu administracyjnego.⁴³⁵ W braku opisanych nowych regulacji istniałoby z kolei realne niebezpieczeństwo obciążenia nabywcy znacznego pakietu akcji represyjną karą pieniężną – w oderwaniu od rzeczywistych przyczyn naruszenia, które mogą być przecież związane z warunkami osobistymi nabywcy znacznego pakietu akcji lub niezależne od kryterium zachowanej przez niego staranności.⁴³⁶ Tymczasem uzależnienie nałożenia sankcji administracyjnoprawnej – w formie represyjnej kary pieniężnej – od konieczności wzięcia pod uwagę przesłanki winy (*sensu stricto*) podmiotu administrowanego w popełnieniu deliktu administracyjnego polegającego na naruszeniu obowiązku notyfikacyjnego lub obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje (jako kryterium, które KNF musi *de lege lata* wziąć pod uwagę badając przyczyny naruszenia, o których mowa w art. 97 ust. 1g pkt 2] ustawy o ofercie publicznej) pozwala eliminować wspomniane niebezpieczeństwo.

Porównując zatem ze sobą kryteria badania naruszeń obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej na potrzeby zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej (art. 89

⁴³⁵ Podobnie w kontekście zasad odpowiedzialności administracyjnej za delikty administracyjne w ogóle zob. M. Wincenciak, *op. cit.*, Warszawa 2008, s. 270.

⁴³⁶ Należy zauważyć, że przepis art. 97 ust. 1g ustawy o ofercie publicznej wszedł w życie w dniu 4 czerwca 2016 r. w związku z nowelizacją ustawy o ofercie publicznej dokonaną w drodze ustawy z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r. poz. 615). Już wcześniej jednak, przed wejściem w życie przedmiotowego przepisu, prezentowano w doktrynie stanowisko, iż KNF, prowadząc postępowanie administracyjne w przedmiocie nałożenia kary administracyjnej z art. 97 ust. 1 lub 1a ustawy o ofercie publicznej, powinna brać pod uwagę m.in. „przyczynienie się podmiotu do określonego naruszenia” – zob. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 682. W poprzednim stanie prawnym stanowisko to, rzecz jasna słuszne, stanowiło jednakże rezultat wykładni teleologicznej, natomiast dzięki wdrożeniu omawianej regulacji zyskało ono obecnie wyraźne poparcie normatywne.

ustawy o ofercie publicznej) oraz na potrzeby zastosowania sankcji administracyjnoprawnej (art. 97 ust. 1 i 1a ustawy o ofercie publicznej) należy wyrazić żal, że prawodawca sprecyzował przedmiotowe kryteria *expressis verbis* wyłącznie w odniesieniu do nałożenia ostatniej z tych sankcji (art. 97 ust. 1g ustawy o ofercie publicznej). Wszak, jak zostało ustalone, przypisanie podmiotowi zobowiązanemu zarzutu winy w naruszeniu wymogu notyfikacyjnego lub wymogu polegającego na ogłoszeniu wezwania na akcje stanowi warunek nałożenia na ów podmiot sankcji korporacyjnoprawnej, natomiast pogląd ten wynika z zaprezentowanej wyżej wykładni funkcjonalnej i systemowej badanej regulacji, a nie z wyraźnej podstawy normatywnej, której w tym zakresie brakuje. Świadczy to o ewidentnym braku spójności normatywnej regulacji stanowiących o konsekwencjach prawnych naruszenia badanych obowiązków. Mając na uwadze surowość i różnorodność sankcji grożących za naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, ze wszech miar pożądana jest zaś literalna jednolitość regulacji określających, w szczególności, przesłanki podmiotowe stosowania tych sankcji (zarówno korporacyjno-, jak i administracyjnoprawnych). Tym samym bieżący stan prawny, w ramach którego wymierzenie jednego rodzaju sankcji jest *expressis verbis* uwarunkowane zaistnieniem winy (sankcja administracyjnoprawna z art. 97 ustawy o ofercie publicznej), a wymierzenie drugiego rodzaju sankcji – za te same naruszenia prawa – polega na przesłanie winy jedynie w oparciu o mechanizmy wykładni prawa (sankcja korporacyjnoprawna z art. 89 ustawy o ofercie publicznej), należy ocenić jako niepożądany stan prawny – w szczególności z punktu widzenia inwestora, który *de lege lata* nie ma zagwarantowanej pewności co do tego, że zarzucone mu naruszenie będzie oceniane na takich samych zasadach i wedle takich samych kryteriów, niezależnie od tego czy oceny dokonywała będzie KNF w celu wymierzenia sankcji administracyjnoprawnej (kary pieniężnej), czy oceny dokonywał będzie sąd powszechny (lub inny organ) w celu stwierdzenia zastosowania zakazu wykonywania prawa głosu z akcji.

2.5. Możliwość naprawienia – sanacji stanu naruszenia

Niezmiernie istotnym problemem związanym z naruszeniami obowiązków uregulowanych w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej jest kwestia ewentualnej możliwości ich naprawienia *ex post*. Przepisy prawa milczą na ten temat. Tymczasem rozstrzygnięcie czy skuteczna sanacja stanu naruszenia badanych obowiązków przez akcjonariusza (lub pośredniczący dom maklerski – w zakresie naruszeń obowiązków dotyczących wezwań na akcje) jest dopuszczalna zdaje się mieć rudymentarne znaczenie w

kontekście jego statusu korporacyjnoprawnego. Uznanie bowiem prawnej możliwości skutecznego naprawienia zaistniałego stanu naruszenia w tym zakresie powodowałoby odpowiednie ustanie ujemnych skutków prawnych tegoż naruszenia, w tym doniosłej sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, której szczegółowa analiza będzie przedmiotem następnego rozdziału rozprawy.

Z jednej strony, trzeba zwrócić uwagę, iż w doktrynie przeważa koncepcja odrzucająca możliwość samodzielnego naprawienia przez akcjonariusza naruszeń, których dopuścił się w sferze obowiązków czy to notyfikacyjnych, czy w zakresie wezwań na akcje. W szczególności, wskazać należy na stanowisko K. Haładyja, który twierdzi, że akcjonariusz, który w rezultacie naruszenia utracił prawo głosu, nie ma prawnej możliwości dokonania we własnym zakresie sanacji tego stanu poprzez dobrowolne wykonanie stosownych obowiązków w terminie późniejszym.⁴³⁷ W podobnym nurcie, w kontekście naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje, wypowiada się M. Mataczyński, stwierdzając, że późniejsze prawidłowe zadośćuczynienie temu obowiązkowi nie prowadzi do sanacji stanu pierwotnego naruszenia.⁴³⁸

Z drugiej strony, przywołane wyżej stanowiska polegają wyłącznie na rygorystycznej literalnej wykładni obowiązujących unormowań prawnych, która prowadzi do wniosku, iż dokonane naruszenie powinności związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych ma charakter permanentny i jego następcze naprawienie jest niemożliwe. Tymczasem, ze względu na aspekty systemowe lub celowościowe – związane chociażby z założeniem efektywności zarówno informacyjnej, jak i ekonomicznej rynku kapitałowego – obowiązujące regulacje powinny być wykładane w nieco bardziej elastyczny sposób, uwzględniający, w szczególności, motywacyjne funkcje sankcji korporacyjnoprawnej, która grozi za naruszenie analizowanych obowiązków. Akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia obowiązku z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, będąc obciążonym sankcją utraty prawa głosu z części lub z całości posiadanych (nabytych) akcji spółki publicznej, powinien mieć bodziec do zadośćuczynienia naruszonemu obowiązkowi – w postaci właśnie możliwości prawnej następczego naprawienia swych uchybień, co z kolei zagwarantuje mu odzyskanie prawa głosu. Ku takim poglądom skłania się A. Chłopecki, który podkreśla, w szczególności, że bezwzględna niemożność sanacji dokonanych uchybień w sferze obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych powodowałaby akceptację stanu naruszenia *ad infinitum* – pomimo, że wykładnia systemowa i celowościowa zmierzają do wymuszenia realizacji

⁴³⁷ Zob. K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 513.

⁴³⁸ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne..., op. cit.*, s. 142.

obowiązków.⁴³⁹ Prezentowaną argumentację podzielają również A. Pęczyk-Tofel oraz M. S. Tofel, którzy zarazem powołują się na to, że skoro w świetle art. 97 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej KNF może, w drodze decyzji administracyjnej, wyznaczyć termin ponownej realizacji obowiązku lub dokonania czynności wymaganej przepisami, których uchybienie dało asumpt do zastosowania kary pieniężnej, zaś wykonanie tejże decyzji prowadzi do ustania tejże kary, to, w spójnym ujęciu systemowym, zasady oparte na tej samej metodologii winny mieć zastosowanie także w odniesieniu do możliwości dobrowolnej sanacji stanu naruszenia, a w rezultacie, eliminacji dolegliwej sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁴⁴⁰

Biorąc pod uwagę ważne racje, które przemawiają za zasadnością wykładni zarówno systemowej, jak i celowościowej omawianych regulacji, należy się przychylić do koncepcji dopuszczającej *de lege lata* możliwość prawną następczego naprawienia stanu naruszenia obowiązków określonych w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej. Przeciwnie stanowisko, które wszak wynika z literalnej interpretacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, wiązałoby się z nazbyt dolegliwymi w praktyce konsekwencjami w sferze praw korporacyjnych akcjonariusza spółki publicznej, a co za tym idzie z naruszeniem dyrektywy proporcjonalności prawa w tym zakresie.⁴⁴¹

Niezależnie od wniosków wynikających z przedstawionej interpretacji teleologicznej, stwierdzić należy, że całkowity brak odniesienia się przez prawodawcę, na gruncie regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, do kwestii możliwości oraz skutków sanacji stanu naruszenia czy to obowiązku notyfikacyjnego, czy obowiązku polegającego na ogłoszeniu wezwania na akcje, stanowi poważny problem i dowód na okoliczność niedoskonałości normatywnej badanej regulacji. Kwestie te regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej powinna wyraźnie rozstrzygać, albowiem mają one newralgiczne znaczenie z punktu widzenia statusu korporacyjnoprawnego akcjonariusza, który, wprawdzie później niż powinien, ale zadośćuczynił pierwotnie naruszonemu przez siebie obowiązkowi. Niezbędna w tym zakresie wydaje się zatem odpowiednia ingerencja ustawodawcy – taka, która uzasadniać będzie dopuszczalność następczego naprawienia stanu naruszenia obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej przez samego zainteresowanego, na podstawie wyłącznie literalnej wykładni przepisów art. 89 tejże ustawy.

⁴³⁹ Zob. szerzej A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 578.

⁴⁴⁰ Zob. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót..., op. cit.*, s. 25. Por. także A. Puchalski, *Funkcje..., op. cit.*, s. 401.

⁴⁴¹ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 578. Zob. także art. 17 dyrektywy ws. ofert przejęcia.

Rozdział 3. Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej nabytych z naruszeniem obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej

3.1. Uwagi ogólne i geneza sankcji określonej w art. 89 ustawy o ofercie publicznej

Wobec omówienia w dwóch pierwszych rozdziałach pracy, kolejno, obowiązków dotyczących obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych oraz przypadków ich naruszeń, w tym miejscu rozpocząć należy analizę jurejyczną zasadniczego przedmiotu pracy, czyli korporacyjnoprawnych skutków tychże naruszeń. Skutki te są bezpośrednio związane z najbardziej dolegliwą spośród sankcji grożących za uchybienie regulacjom rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, to jest z sankcją zakazu wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej, którą konstytuują przepisy art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

Stosownie do ust. 1 pkt 1) tego artykułu akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z akcji spółki publicznej będących przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego powodującego osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów, jeżeli nastąpiło ono z naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 ustawy o ofercie publicznej. W myśl ust. 1 pkt 3) tego artykułu akcjonariusz nie może też wykonywać prawa głosu z akcji spółki publicznej, które nabył w ramach wezwania po cenie ustalonej z naruszeniem zasad przewidzianych w art. 79 ustawy o ofercie publicznej. Jeśli natomiast przekroczenie progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów nastąpiło z naruszeniem obowiązków określonych, odpowiednio, w art. 73 ust. 1 lub art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, to, zgodnie z ust. 1 pkt 2) artykułu 89 ustawy o ofercie publicznej, akcjonariusz jest pozbawiony możliwości wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej. Ponadto, w myśl ust. 2 przedmiotowego artykułu podmiot, który przekroczył próg 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w sytuacjach, o których mowa w art. 73 ust. 2 lub 3 albo art. 74 ust. 2 lub 5 ustawy o ofercie publicznej nie może wykonywać prawa głosu z wszystkich akcji spółki publicznej, chyba, że wykona w terminie obowiązki (w zakresie ogłoszenia wezwania następczego) ujęte w tych przepisach. Dodatkowo, wedle ust. 2b artykułu 89 ustawy o ofercie publicznej podmiot, który nabył lub objął akcje spółki publicznej z naruszeniem zakazów, o których mowa w art. 77 ust. 4 pkt 3) albo art. 88a, albo niezgodnie z art. 77 ust. 4 pkt 1) teje ustawy, także nie może wykonywać prawa głosu z tychże akcji. Jednocześnie w ust. 3 przedmiotowego artykułu przewidziano, że prawo głosu z akcji spółki publicznej wykonane

wbrew zakazowi nie jest uwzględniane przy obliczaniu wyników głosowania nad uchwałą WZA, z zastrzeżeniem przepisów innych ustaw.

Ratio legis regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest, przede wszystkim, dyscyplinowanie tych podmiotów, które dokonują obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych z pominięciem ustawowych obowiązków.⁴⁴² Jednocześnie funkcją opisanych zakazów jest ochrona interesów dotychczasowych akcjonariuszy spółki giełdowej przed realnym wpływem na jej losy ze strony tych podmiotów, które uzyskując status (dominującego) akcjonariusza lub zwiększając swoje zaangażowanie dopuściły się naruszeń rangi ustawowej.⁴⁴³

Sankcja zakazu wykonywania prawa głosu z akcji stanowi jedną z dwóch sankcji o charakterze prywatnoprawnym, które grożą za zaniechanie bądź inne naruszenia na tle obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych. Pierwszą z nich jest bowiem sankcja cywilnoprawna *sensu stricto*, czyli sankcja odszkodowawcza, która nie jest autonomicznie uregulowana na gruncie ustawy o ofercie publicznej, a tym samym wymaga w celu swego zastosowania przeprowadzenia skomplikowanej procedury na zasadach ogólnych odpowiedzialności kontraktowej z art. 415 k.c.⁴⁴⁴. W porównaniu do niej sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej cechuje jednak szczególna dotkliwość praktyczna, albowiem ingeruje ona w najistotniejsze z uprawnień korporacyjnych przysługujących akcjonariuszowi w spółce akcyjnej, to znaczy w prawo głosu. Pozbawiając akcjonariusza prawa głosu z części lub, w najbardziej restrykcyjnym przypadku, ze wszystkich posiadanych przez niego akcji spółki publicznej (w rezultacie naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania w związku z przekroczeniem progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów), omawiana sankcja odbiera akcjonariuszowi główny (o ile nie jedyny) instrument oddziaływania na kierunki decyzji korporacyjnych czy działalności gospodarczej prowadzonej przez tę spółkę. Innymi słowy, pomimo znacznego (dominującego) zaangażowania kapitałowego w danej spółce giełdowej, akcjonariusz, wobec którego zastosowano przedmiotową sankcję nie ma wpływu na funkcjonowanie spółki, a realną kontrolę przejmują *de facto* pozostali drobni akcjonariusze.⁴⁴⁵

⁴⁴² Zob. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 577.

⁴⁴³ Por. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 374.

⁴⁴⁴ Sankcja odszkodowawcza stanowi drugą z sankcji o charakterze prywatnoprawnym. Wszak jej konkretyzacja jest *de lege lata* możliwa, ale, biorąc pod uwagę specyfikę polskiego rynku kapitałowego i apatyczną postawę inwestorów uczestniczących w obrocie na nim, jej zastosowanie w praktyce wydaje się mało prawdopodobne. Zob. szerzej nt. problematyki odpowiedzialności odszkodowawczej za naruszenie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 211 i nast.

⁴⁴⁵ Tak też M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 496.

Warto odnotować, że geneza analizowanej sankcji sięga 1991 roku, kiedy to jeszcze na gruncie p.p.o.p.w.f.p. akcjonariusz nie mógł być wykonywać prawa głosu, jeżeli stał się posiadaczem akcji w liczbie zapewniającej 10%, 20%, 33%, 50%, 66% lub 75% głosów i mimo to zaniechał obowiązku notyfikacyjnego, lub nabył akcje dające co najmniej 33% głosów na WZA bez ogłoszenia wezwania.⁴⁴⁶ Następnie, nieco inaczej ustawodawca sformułował omawianą sankcję w p.p.o.p.w. W świetle art. 156 tej ustawy wykonywanie prawa głosu z akcji, które zostały nabyte z naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych lub w zakresie ogłoszenia wezwania było bezskuteczne (ust. 1). Bezskuteczność ta rozciągała się zarazem na wszystkie posiadane przez akcjonariusza akcje wtedy, gdy nie wykonał obowiązku ogłoszenia wezwania motoryzacyjnego związanego z przekroczeniem 50% ogólnej liczby głosów na WZA (ust. 2).⁴⁴⁷ W ustawie o ofercie publicznej prawodawca powrócił do sformułowania badanej sankcji w oparciu o zakaz wykonywania prawa głosu z akcji (zamiast odniesienia do bezskuteczności aktu głosowania). W tekście pierwotnym ustawy o ofercie publicznej, to jest przed jej nowelizacją z 2008 roku, zakaz wykonywania prawa głosu miał jednakowoż znacznie łagodniejszy wydźwięk niż obecnie, albowiem rozciągał się na wszystkie posiadane przez akcjonariusza akcje tylko i wyłącznie wtedy, gdy ten nie zadośćuczynił obowiązkowi ogłoszenia wezwania w związku z przekroczeniem progu 66% ogólnej liczby głosów. W pierwotnej wersji art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie obowiązywał również, między innymi, przepis ust. 2b, który dodano właśnie w drodze nowelizacji z 2008 r.

3.2. Zakres podmiotowy sankcji

3.2.1. Zakaz wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza

Adresatem sankcji utraty prawa głosu jest akcjonariusz spółki publicznej, który dopuścił się naruszeń w zakresie spoczywających na nim obowiązków przy nabywaniu znacznych pakietów akcji (w myśl art. 89 ust. 1 *in principio* „Akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu”). Dotyczy to zarówno naruszeń w sferze obowiązków notyfikacyjnych, jak i powinności dotyczących ogłoszenia wezwania na akcje.⁴⁴⁸ Wprawdzie omawiana sankcja odwołuje się do prawa inkorporowanego w akcji (prawa głosu z akcji), ale

⁴⁴⁶ Zob. art. 86 p.p.o.p.w.f.p.

⁴⁴⁷ Zob. A. Mikuła, A. Piotrowska, *Wyłączenie i ograniczenie prawa głosu w spółce akcyjnej*, PPH 2003, Nr 6, s. 26 i nast.

⁴⁴⁸ Szczegółowo nt. poszczególnych naruszeń tych obowiązków zob. rozdział 2 pracy.

jest ona wymierzona w stosunku do konkretnego akcjonariusza, który powinien był zrealizować dany obowiązek ustawowy.⁴⁴⁹ W tym ujęciu badana sankcja pozostaje związana z osobą danego akcjonariusza, a więc ma naturę osobistą.⁴⁵⁰

Poza podmiotowym zakresem zastosowania sankcji wyłączenia prawa głosu z akcji pozostaje jednakowoż akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia obowiązku notyfikacyjnego z art. 69 ustawy o ofercie publicznej w związku z przekroczeniem kwalifikowanego progu ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej w wyniku zmniejszenia swego stanu zaangażowania (zbycia akcji). Art. 89 ust. 1 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej odbiera bowiem możliwość wykonywania prawa głosu z akcji będących przedmiotem czynności prawnej lub zdarzenia prawnego powodującego osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów. Skoro natomiast akcjonariusz zbył akcje, a tym samym też prawa głosu z tych akcji, to nie sposób przyjąć, że sankcja zakazu wykonywania prawa głosu znajdzie swoje zastosowanie, albowiem akcjonariusz ten, i tak, nie posiada już praw głosu z akcji będących przedmiotem rozporządzenia stojącego u podstaw obowiązku notyfikacyjnego. Akcjonariusz taki może jednocześnie wykonywać prawa głosu z wszystkich pozostałych akcji, które posiada.⁴⁵¹

3.2.2. Zakaz wykonywania prawa głosu przez podmioty zależne

Tak, jak ustawodawca rozszerzył katalog podmiotów objętych zakresem zastosowania obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej⁴⁵², tak też obciążył sankcją pozbawienia prawa głosu nie tylko akcjonariusza, który uchybił tym obowiązkom, lecz również podmioty z nim powiązane. Wedle przepisu art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej, który został dodany na mocy nowelizacji z 2008 r.⁴⁵³, zakaz wykonywania prawa

⁴⁴⁹ W przypadku działania w porozumieniu (ang. *acting in concert*) sankcja ta obciąża wszystkich akcjonariuszy, którzy uczestniczyli w porozumieniu i w wyniku jego zawarcia powinni byli zrealizować określone obowiązki przewidziane w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej, lecz dopuścili się naruszeń. Zob. szerzej M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 157-161.

⁴⁵⁰ Zob. np. M. S. Tofel, *Wpływ głosów nieważnych na ważność i istnienie uchwały – uwagi na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2006, Nr 11, s. 34. Por. także podobne stanowisko M. Romanowskiego wyrażone jeszcze na gruncie p.p.o.p.w.: „Bezskuteczność wykonywania prawa głosu nie idzie za akcjami własnymi w razie zmiany osoby uprawnionej do wykonywania praw z akcji (...). Oznacza to, że dochodzi tu nie tyle do pozbawienia prawa głosu z akcji, ale do czasowego, podmiotowego zakazu (skierowanego do oznaczonego adresata) wykonywania prawa głosu z akcji, do której to prawo jest przywiązane.” – M. Romanowski, *Głosa do uchwały SN z 27.03.2003 r.*, I KZP 6/03, PPH 2004, Nr 5, s. 37.

⁴⁵¹ Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót...*, *op. cit.*, s. 29.

⁴⁵² Zob. rozdział 1 pkt 1.6. rozprawy.

⁴⁵³ Zob. art. 1 pkt 75) lit. c) ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych

głosu obejmuje także wszystkie akcje posiadane przez podmioty zależne od akcjonariusza lub podmiotu, który nabył akcje z naruszeniem obowiązków w zakresie ogłoszenia wezwań tzw. majoryzacyjnych, tj. związanych z przekroczeniem progów 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce.⁴⁵⁴ Regulacja ta oznacza, że jeżeli akcjonariusz spółki publicznej dopuścił się naruszeń obowiązków przewidzianych w art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej, a zarazem jest on podmiotem dominującym w ramach swej grupy kapitałowej (posiada podmioty od siebie zależne w rozumieniu art. 4 pkt 15] ustawy o ofercie publicznej), to podmioty od niego zależne ponoszą te same ujemne konsekwencje w sferze prawa głosu z akcji spółki publicznej, co on sam. Rozszerzenie zakresu podmiotowego zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej na podmioty zależne od akcjonariusza spółki publicznej dotyczy jednak tylko i wyłącznie przypadku naruszenia obowiązków dotyczących wezwań majoryzacyjnych. *A contrario*, w razie uchybienia przez akcjonariusza spółki publicznej (będącego podmiotem dominującym w ramach swej grupy kapitałowej) powinnościom notyfikacyjnym podmioty zależne od tego akcjonariusza zachowują prawo głosu z posiadanych przez siebie akcji tejże spółki publicznej.⁴⁵⁵

Rozciągnięcie zastosowania sankcji pozbawienia prawa głosu z wszystkich akcji spółki publicznej na całą grupę kapitałową zaangażowaną w danej spółce publicznej – w sytuacji kiedy uchybień dopuścił się wyłącznie podmiot dominujący nad taką grupą – stanowi bez wątpienia wyjątkowo restrykcyjną konsekwencję dla inwestorów pozostających w relacjach dominacji i zależności.⁴⁵⁶ Praktycznie rzecz biorąc, rozwiązanie przewidziane w art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej przyzwala bowiem na odebranie prawa głosu z wszystkich akcji podmiotom uczestniczącym w obrocie giełdowym, które prawidłowo nabyły swe akcje i wywiązują się nienagannie ze wszystkich swych powinności ustawowych – tylko i wyłącznie dlatego, że są formalnie powiązane z inwestorem dominującym, który dopuścił się uchybienia swym obowiązkom wezwaniowym. Należy zwrócić uwagę, że pomimo zdefiniowanych w ustawie o ofercie publicznej pojęć podmiotu dominującego czy zależnego, podmioty pozostające w tych relacjach są przecież w dalszym ciągu odrębnymi osobami lub jednostkami prawnymi (dysponującymi swoimi odrębnymi majątkami, przedsiębiorstwami, zasobami personalnymi oraz niejednokrotnie zarządzanymi całkowicie niezależnie od siebie). W rzeczywistości może się przecież zdarzyć, że pomimo formalnych powiązań kapitałowych

oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. z 2008 r. Nr 231, poz. 1547). Nowelizacja ta weszła w życie z dniem 13 stycznia 2009 r.

⁴⁵⁴ Szerzej nt. wezwań majoryzacyjnych zob. pkt 1.5.4. pracy.

⁴⁵⁵ Por. *Ibidem*, s. 30.

⁴⁵⁶ Tak też M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 542.

czy osobowych podmioty, które obejmuje definicja z art. 4 pkt 14) i 15) ustawy o ofercie publicznej, funkcjonują całkowicie niezależnie od siebie, w tym m.in. mogą nabywać udziały lub akcje w innych spółkach prawa handowego, również w spółkach giełdowych, bez konieczności wzajemnej nawet notyfikacji. Co za tym idzie, nie powinno się *ex lege* rozciągać podmiotowego zakresu zastosowania sankcji, w szczególności tak dolegliwej jak zakaz wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej, na innych uczestników obrotu giełdowego tylko i wyłącznie na podstawie „formalistycznego” przepisu prawa, który, po prostu, zakłada istnienie powiązania, lecz nie pozostawia żadnego marginesu na zbadanie okoliczności faktycznych i ewentualne obalenie zakładanego powiązania w zależności od tego, jak te okoliczności się przedstawiają w rzeczywistości. Zresztą, wydaje się, iż na tym właśnie tle zachodzi swego rodzaju sprzeczność analizowanej regulacji sankcyjnej z rozwiązaniem zawartym w art. 87 ust. 4 pkt 4) ustawy o ofercie publicznej, w myśl którego wobec jednostek powiązanych w rozumieniu ustawy o rachunkowości – a więc wobec jednostek pozostających w relacji dominacji i zależności – domniemywa się istnienie porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5) tejże ustawy.⁴⁵⁷ Skoro powołany przepis polega na domniemaniu istnienia porozumienia pomiędzy jednostkami dominującymi i zależnymi (łac. *preasumptio iuris*), to siłą rzeczy dopuszczalne jest obalenie istnienia takiego porozumienia poprzez udowodnienie, iż w konkretnych okolicznościach faktycznych podmioty traktowane *de iure* jako powiązane, pozostają jednak *de facto* od siebie niezależne na forum obrotu znacznymi pakietami akcji danej spółki publicznej. Podmiot zależny może zatem skutecznie dowieść, w celu obalenia domniemania z art. 87 ust. 4 pkt 4) ustawy o ofercie publicznej, iż pomimo formalnej podległości podmiotowi dominującemu (który jest także dominującym akcjonariuszem spółki publicznej) prowadzi w rzeczywistości całkowicie niezależną politykę inwestycyjną, a tym samym nie powinien podlegać obowiązkom nabywców znacznych pakietów akcji razem z podmiotem nad nim dominującym. W związku z tym, ponieważ przepisy definiujące zakres podmiotowy obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji dopuszczają sytuację faktyczną wykluczającą łączne traktowanie podmiotów powiązanych na potrzeby realizacji tychże obowiązków, to przepisy wprowadzające sankcje za naruszenie tych obowiązków powinny polegać na adekwatnej konstrukcji, czyli w zależności od okoliczności faktycznych, rozciągać zakaz wykonywania prawa głosu na podmioty zależne od akcjonariusza, który dokonał naruszenia, albo tego nie czynić. Odwołując się zresztą do zasady racjonalności ustawodawcy należy przyjąć, że skoro

⁴⁵⁷ Szerzej nt. działania w porozumieniu, o którym mowa w art. 85 ust. 1 pkt 5) ustawy o ofercie publicznej zob. pkt 1.6.6. rozprawy.

ustawodawca *de lege lata* dopuszcza przypadek faktycznego braku relacji pomiędzy podmiotami powiązаныmi – o czym świadczy, sama przez się, przyjęta przez ustawodawcę konstrukcja domniemania prawnego istnienia porozumienia pomiędzy takimi podmiotami, która przecież z natury swej podlega obaleniu ze względu na okoliczności faktyczne (art. 87 ust. 4 pkt 4] ustawy o ofercie publicznej) – to nie ma żadnych powodów, dla których zasięg podmiotowy sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej ma abstrahować od takich okoliczności faktycznych w danym przypadku. Brak elastyczności regulacji art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej w tym zakresie może prowadzić w praktyce do przypadków, w których podmiot zależny, pomimo, iż skutecznie obalił domniemanie istnienia porozumienia z podmiotem nad nim formalnie dominującym, a więc wykazał, że nie łączą ich *de facto* żadne relacje w sferze obrotu akcjami danej spółki publicznej, i tak, objęty zostanie dolegliwą sankcją utraty prawa głosu ze wszelkich posiadanych przez siebie akcji – tylko i wyłącznie z tej przyczyny, że podmiot nad nim dominujący (formalnie) uchybił obowiązkowi z art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej. Innymi słowy, regulacja art. 89 ust. 2a powoduje, że *de lege lata* określone okoliczności faktyczne mogą mieć istotne znaczenie z punktu widzenia objęcia danego podmiotu zależnego obowiązkiem ogłoszenia wezwania (wyłączenia tego obowiązku w stosunku do podmiotu zależnego, który te okoliczności udowodnił), ale nie mają one żadnego znaczenia z punktu widzenia uruchomienia wobec niego (albo nie) sankcji utraty prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej, która grozi za naruszenie takiego obowiązku. Taki stan rzeczy zdaje się świadczyć, przede wszystkim, o niespójności zakresu podmiotowego sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej z zakresem podmiotowym obowiązku ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego, którego ewentualne naruszenie stoi przecież u podstaw zastosowania sankcji. Ponadto, analizowane rozwiązanie *de lege lata* w tym zakresie jawi się nieproporcjonalnie (nadzwyczaj dolegliwie) w porównaniu do wartości, którą ma z założenia chronić, a więc do bezpieczeństwa interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej. Zagrożenie bezpieczeństwa interesów takich akcjonariuszy w braku analizowanej regulacji prawnej byłoby bowiem, i tak, znacznie mniejsze niż istniejące w obliczu art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej ryzyko faktycznie niesłusznego „wywłaszczenia” akcjonariusza spółki publicznej (podmiotu zależnego od nabywcy znacznego pakietu akcji, który dopuścił się naruszenia prawa) z fundamentalnego uprawnienia korporacyjnego jakim jest prawo głosu.⁴⁵⁸ Ryzyko to wydaje się *notabene* szczególnie doniosłe, gdyż analizowana

⁴⁵⁸ W kwestii wątpliwości jakie sankcja w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z wszystkich akcji spółki publicznej (art. 89 ust. 1 pkt 2] oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej) budzi na tle regulacji art. 21 Konstytucji

regulacja skutkuje odebraniem podmiotowi zależnemu prawa głosu ze wszystkich akcji pozostających w jego posiadaniu, a więc całkowitym wyzuciem go z tego prawa podmiotowego ucieleśnionego w akcji, które, co do zasady, jako jedyne gwarantuje możliwość realnego wpływania na kierunki decyzji korporacyjnych walnego zgromadzenia. Co więcej, w myśl podstawowych dla prawa spółek kapitałowych zasad równego traktowania udziałowców oraz rządów większości nad mniejszością, akcjonariusz nieposiadający znacznego pakietu akcji lub posiadający znaczny pakiet akcji w spółce publicznej, lecz nie dający mu faktycznej kontroli nad tą spółką nie powinien być traktowany tak, jak akcjonariusz dominujący, a więc nie może ponosić takiego ryzyka, jak akcjonariusz dominujący ani być obciążony takimi ujemnymi konsekwencjami korporacyjnoprawnymi, jakie prawo przewiduje względem akcjonariusza dominującego za naruszenia obowiązków związanych z majoryzacją spółki giełdowej. Tymczasem w rezultacie zastosowania art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej może mieć miejsce kuriozalna sytuacja, w ramach której drobny akcjonariusz spółki publicznej (abstrahując od tego czy w ogóle obejmują go obowiązki związane ze znacznymi pakietami akcji i, ewentualnie, jak się z nich indywidualnie wywiązuje), dotykają konsekwencje prawne skonstruowane przez ustawodawcę z myślą o akcjonariuszach przejmujących kontrolę nad spółką publiczną z naruszeniem przepisów prawa. Suma opisanych wyżej niedoskonałości jakie cechują rozwiązanie przewidziane w art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej zdaje się być zatem kolejnym istotnym argumentem dowodzącym trafności postaniownej na wstępie pracy tezy badawczej, a mianowicie, że wadliwości regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej zagrażają stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz bezpieczeństwu i pewności obrotu prawnego dokonywanego w jej otoczeniu korporacyjnym.

3.3. Brak sukcesji sankcji

Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji ma charakter zindywidualizowany, to znaczy jest on związany podmiotowo z osobą konkretnego akcjonariusza (względnie podmiotów z nim powiązanych), który naruszył obowiązki przewidziane w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej. Oznacza to, że chociaż sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej eliminuje *ex lege* możliwość realizacji prawa głosu inkorporowanego w akcjach należących do tego akcjonariusza, to zbycie (przeniesienie) przez niego tych akcji na rzecz innego podmiotu powoduje ustanie sankcji i odzyskanie prawa głosu przez ich nabywcę (o ile, rzecz jasna, ten

ostatni zadośćuczynił wymogom ustawowym).⁴⁵⁹ Omawianą sankcję pozbawienia prawa głosu z akcji należy więc kwalifikować podmiotowo i, co do zasady, nie podlega ona sukcesji na rzecz nabywcy.

Od tak przyjętej reguły rysują się jednak pewne wyjątki – na tle których sformułowano w literaturze przedmiotu różne wypowiedzi. Zdaniem większości przedstawicieli doktryny sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, jakkolwiek związana podmiotowo z osobą konkretnego akcjonariusza, nie ulega jednak zniesieniu w przypadku, kiedy akcjonariusz zbywa objęte nią akcje na rzecz podmiotów z nim powiązanych.⁴⁶⁰ Taka koncepcja oznacza, że zbycie akcji dotkniętych analizowaną sankcją na rzecz podmiotu należącego, na przykład, do tej samej grupy kapitałowej co zbywający akcjonariusz, nie przywraca możliwości wykonywania prawa głosu z tychże akcji przez ich nabywcę, nawet jeśli ten prawidłowo wykonałby wszelkie obowiązki ustawowe. Z drugiej strony, zaprezentowano w doktrynie pogląd zgoła odmienny, a mianowicie, że „w sytuacji „przepakowania” akcji w ramach tej samej grupy kapitałowej, jeżeli nabywca będący podmiotem powiązaniem ze zbywcą i inne podmioty wykonają wszystkie obowiązki notyfikacyjne przewidziane w ustawie o ofercie, to nabywca będzie mógł wykonywać prawo głosu z akcji i to niezależnie od tego, czy uprzednio dotknięte były one sankcją z art. 89 ustawy o ofercie, czy nie. (...) Jedynie zatem wówczas, gdy zastosowanie znajduje sankcja z art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie «przepakowanie» akcji między podmiotami zależnymi od akcjonariusza lub podmiotu, którzy nabyli akcje z naruszeniem obowiązków określonych w art. 73 ust. 1, 2 lub 3 albo art. 74 ust. 1, 2 lub 5 ustawy, nie doprowadzi do odzyskania prawa głosu przez nabywcę akcji dotkniętych sankcją.”⁴⁶¹ Zważywszy na to jak daleko idące negatywne konsekwencje dla statusu korporacyjnoprawnego podmiotów prawidłowo nabywających akcje objęte sankcją niosłaby za sobą pierwsza koncepcja, należy podzielić ostatni pogląd.⁴⁶² Jak zresztą słusznie zauważają jego autorzy, *de lege lata* brak podstaw normatywnych, aby twierdzić, że nabywcy akcji nie może być przywrócone prawo głosu z tych akcji z tej tylko przyczyny, że ich zbywca nie dopełnił swoich powinności w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji, chociażby był powiązany z nabywcą.⁴⁶³ Akceptacja

⁴⁵⁹ Pogląd taki jeszcze na gruncie art. 156 p.p.o.p.w. prezentował M. Romanowski – zob. M. Romanowski, *Nabywanie...*, *op. cit.*, s. 39. Na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej por. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 514; a także A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót...*, *op. cit.*, s. 29-30; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et. al.], *op. cit.*, s. 497-498.

⁴⁶⁰ Zob. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 514, a także D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377;

⁴⁶¹ A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót...*, *op. cit.*, s. 30.

⁴⁶² Odmiennie M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 498.

⁴⁶³ A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót...*, *op. cit.*, s. 30.

takiego twierdzenia powodowałyby, że zakres zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej byłby stanowczo nieproporcjonalny.

3.4. Czas zastosowania sankcji. Możliwość cofnięcia zakazu

Jednym z najżywiej dyskutowanych problemów dotyczących sankcji przewidzianej w art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest czas jej zastosowania, a ściślej rzecz biorąc rozstrzygnięcie tego czy sankcja ta, w razie jej zastosowania, ma wymiar bezterminowy, czy istnieje możliwość jej późniejszego złagodzenia w rezultacie następczego wykonania obowiązku, którego naruszenie stało u podstaw jej zastosowania.⁴⁶⁴ Pole do przedmiotowej dyskusji stwarza redakcja omawianego przepisu, albowiem jej dość ogólne brzmienie nie daje jednoznacznej odpowiedzi na pytanie czy zakaz wykonywania prawa głosu z akcji ma postać permanentną, czy jednak dopuszczalna jest późniejsza sanacja stanu naruszenia obowiązku spoczywającego na nabywcy znacznego pakietu akcji, a co za tym idzie przywrócenie prawa głosu z akcji pierwotnie dotkniętych tym zakazem? Wypowiedzi doktryny są w tym kontekście zróżnicowane. Część autorów – polegająca głównie na literalnej wykładni regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej – twierdzi, że sankcja utraty prawa głosu z akcji obowiązuje bezterminowo i akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia danego obowiązku nieodwołalnie traci możliwość wykonywania prawa głosu z akcji (chyba, że dokona zbycia tych akcji, a następnie ponownego ich nabycia z zachowaniem wymogów ustawowych).⁴⁶⁵ Inni autorzy, poddający problem znacznie szerszej analizie w oparciu o wykładnię celowościową i systemową, podkreślają z kolei, że akceptacja czysto literalnej wykładni regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej powodowałaby naruszenie zasady proporcjonalności, albowiem zakaz wykonywania prawa głosu *ad infinitum* oznaczałby *de facto* milczące przyzwolenie na permanentny stan naruszenia prawa i brak jakiegokolwiek

⁴⁶⁴ Kontrowersje na tym tle były przedmiotem wypowiedzi doktryny jeszcze na gruncie art. 156 p.p.o.p.w. – zob. np. M. Romanowski, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 826 oraz W. Wiśniewski (w:) W. Góralczyk (red.) *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 91. Na gruncie zaś obecnie obowiązujących przepisów problem ten opisywali np. K. Haładyj – zob. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 513, a także A. Pęczyk-Tofel i M. S. Tofel – zob. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót...*, *op. cit.*, s. 24-26; D. Gago-Rudnicka i S. Jakszuk – zob. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377-378; A. Chłopecki – zob. A. Chłopecki, *Naruszenie obowiązków informacyjnych przy nabywaniu znacznych pakietów akcji*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z 11 maja 2011 r., Nr 4533, s. A02-A03; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 577 i nast.

⁴⁶⁵ Tak np. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 513; M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej a regulacja pośredniego nabycia akcji przewidziana w KSH*, *Mon. Praw* 2012, Nr 5, s. 236; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 154 oraz S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 3. wydanie...*, *op. cit.*, s. 296.

możliwości, a zarazem motywacji do prawidłowego wykonania obowiązków przez akcjonariusza, który dopuścił się uchybień.⁴⁶⁶

Wziąwszy pod uwagę względy funkcjonalne regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej oraz przepis art. 97 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej, w myśl którego późniejsze wykonanie pierwotnie naruszonego obowiązku jest dopuszczalne (na podstawie decyzji administracyjnej KNF), nie ma podstaw do trwałego utrzymywania w mocy sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a tym samym kwalifikacji jej skutków prawnych jako nieodwołanych i bezterminowych w stosunku do akcjonariusza, który nie zrealizował obowiązku ustawowego bądź zrealizował go w sposób nieprawidłowy. Innymi słowy, wykładnia celowościowa i systemowa zdaje się nie tylko dopuszczać, ale nawet wymuszać to, aby akcjonariusz, na którym spoczywają obowiązki notyfikacyjne lub w zakresie ogłoszenia wezwania na akcje miał możliwość późniejszego zadośćuczynienia swoim powinnościom, jeżeli nie dokonał tego w terminie.⁴⁶⁷ Leży to zresztą w interesie akcjonariuszy mniejszościowych, których dostęp do informacji i ochrona w obliczu obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych stanowią podstawowe *ratio legis* omawianych unormowań. Z kolei w sytuacji zadośćuczynienia obowiązkowi (sanacji pierwotnego stanu naruszenia) przez nabywcę znacznego pakietu akcji, dochodzi do eliminacji hipotezy art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a więc trudno uznać, że pomimo to sankcja powinna w dalszym ciągu obowiązywać.⁴⁶⁸

Przeciwny pogląd, iż sankcja w postaci utraty prawa głosu z akcji ma wymiar absolutny, czyli obowiązuje danego akcjonariusza – nabywcę znacznego pakietu akcji tak długo, jak długo pozostaje on w posiadaniu tychże akcji, zdaje się *notabene* godzić w chronione na podstawie art. 21 ust. 1 Konstytucji RP prawo własności, którego pełna treść w przypadku papieru wartościowego jakim jest akcja obejmuje, w szczególności, prawo głosu. Trwałe wyeliminowanie tego istotnego prawa spośród całokształtu uprawnień korporacyjnych ucieleśnionych w akcji jest nie do pogodzenia z kapitałową istotą korporacji, jaką jest spółka akcyjna, tym bardziej mająca status spółki publicznej. Istota ta polega przecież na założeniu, że każdemu jej kapitałodawcy – proporcjonalnie do liczby posiadanych akcji – przysługuje prawo do aktywnego działania na forum jej organu właścicielskiego i współdecydowania o jej wiodących sprawach. Odmienne stanowisko musiałoby polegać na rozszerzającej wykładni regulacji przewidującej tzw. akcje nieme (art. 411 § 3 k.s.h.), która stanowi przecież wyjątek,

⁴⁶⁶ Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót..., op. cit.*, s. 25, a także A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 578.

⁴⁶⁷ A. Chłopecki, *Naruszenie..., op. cit.*, s. A02-A03.

⁴⁶⁸ A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 578.

a co za tym idzie wykładnia taka jest niedopuszczalna (*exceptiones non sunt extendendae*).⁴⁶⁹ Na okoliczność poparcia powyższego warto przywołać stanowisko wyrażone przez Trybunał Konstytucyjny w kontrowersyjnym wyroku z 21 czerwca 2005 r. wydanym w sprawie oceny zgodności z Konstytucją RP mechanizmu przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych zawartego w art. 418 k.s.h.⁴⁷⁰ Otóż, w orzeczeniu tym uznano m.in., że wynikająca z kapitałowego charakteru spółki akcyjnej zasada rządów większości nad mniejszością (dominacji kapitałowej akcjonariuszy większościowych nad akcjonariuszami mniejszościowymi) uzasadnia wyzucie drobnych akcjonariuszy z prawa własności akcji w trybie art. 418 k.s.h., powodując zarazem, że instytucja *squeeze-out* jest zgodna zarówno z art. 21 ust. 2, jak i 31 ust. 3 Konstytucji RP, poświęconymi, odpowiednio, warunkom wyłączenia oraz klauzuli ograniczeń wolności i praw jednostki. Przekładając owo wnioskowanie TK na omawianą w tym miejscu pracy problematykę pozbawienia znaczącego (a więc, co do zasady, większościowego) akcjonariusza prawa głosu z akcji (art. 89 ustawy o ofercie publicznej) można więc uznać, że skoro *stricte* kapitałowa zasada rządów większości nad mniejszością (przyznająca prymat interesowi kapitałowemu akcjonariuszy większościowych) tłumaczy zgodność instytucji *squeeze-out* z unormowaniami ustawy zasadniczej, to ta sama zasada rządów większości nad mniejszością – jako reguła konstytucyjna na forum korporacji jaką jest publiczna spółka akcyjna – stanowi *a contrario* argument przemawiający za sprzecznością bezterminowego odebrania prawa głosu z akcji znaczącemu (większościowemu) akcjonariuszowi w imię ochrony akcjonariuszy mniejszościowych z powołanymi przepisami Konstytucji RP. Innymi słowy, wyrażona przez TK idea prymatu kapitału nad prawem własności (abstrahując w tym miejscu od tego, jak niebezpieczna dla jednostek uczestniczących w obrocie gospodarczym) uzasadnia zajęte na początku niniejszego akapitu stanowisko, iż uznanie sankcji w postaci odebrania prawa głosu z akcji spółki publicznej za trwałą byłoby nie do pogodzenia z zasadami ochrony własności wyrażonymi w art. 21 Konstytucji RP oraz klauzulą ograniczeń wolności i praw jednostki zawartą w art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, gdyż trwałe pozbawienie prawa głosu z akcji oznaczałoby, iż interes kapitałowy znaczącego (większościowego) akcjonariusza (czyli tego, którego w świetle przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej utrata prawa głosu z akcji może dotyczyć) ustępowałby, mającemu podrzędne znaczenie (wymagającemu słabszej

⁴⁶⁹ M. Pawełczyk, R. Tałaj, *Statutowe obowiązki informacyjne nabywcy akcji a wykonanie prawa głosu przez akcjonariusza*, PUG 2008, Nr 3, s. 5.

⁴⁷⁰ Wyrok TK z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt P 25/02, OTK-A 2005, Nr 6, poz. 65. Zob. także S. Byczko, *Przymusowy wykup akcji akcjonariuszy mniejszościowych – uwagi w 10 lat po wyroku w sprawie P 25/02*, PPH 2015, Nr 9, s. 32-36.

ochrony w myśl zasady dominacji większości nad mniejszością), interesowi kapitałowemu mniejszościowych akcjonariuszy, co z kolei naruszałoby dyrektywę proporcjonalności, na której rzezone unormowania Konstytucji RP polegają, a w myśl których jedno prawo może zostać poświęcone w celu ochrony drugiego prawa wtedy i tylko wtedy, gdy to ostatnie ma obiektywnie nadrzędną wartość.⁴⁷¹

Za terminowym charakterem zakazu wykonywania prawa głosu z akcji przemawiać zdaje się *notabene* prounijna wykładnia art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Zarówno bowiem art. 17 dyrektywy ws. ofert przejęcia, jak i art. 28 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości – czyli źródłowe w stosunku do analizowanej sankcji korporacyjnoprawnej regulacje unijne – wskazują, iż sankcje ustanowione przez państwa członkowskie z tytułu naruszenia obowiązków wynikających z tychże dyrektyw powinny być, przede wszystkim, proporcjonalne. Co więcej, z brzmienia art. 28b ust. 2 dyrektywy o przejrzystości wynika, iż sankcja ingerująca w prawo głosu akcjonariusza, który uchybił obowiązkowi notyfikacyjnemu może mieć co najwyżej formę zawieszenia prawa głosu, a nie trwałego pozbawienia tegoż prawa. Co za tym idzie przypisanie sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej atrybutu bezwzględności czasowej („nieodwołalności”) byłoby bez wątpienia sprzeczne z postulatem proporcjonalności wynikającym z prawa unijnego, jak również z dopuszczalną wedle literalnego brzmienia prawa unijnego formą ingerencji w prawo głosu.

Pomimo zatem dalece nieprecyzyjnej redakcji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, *de lege lata* należy przyjąć, że czas zastosowania sankcji zakazu wykonywania prawa głosu z akcji ma wymiar ograniczony, a jego granicę wyznacza moment następczej realizacji obowiązku, którego uchybienie dało wcześniej asumpt do uruchomienia *ex lege* tejże sankcji. W tym też momencie akcjonariusz odzyskuje swe uprawnienia w zakresie wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej.

3.5. Charakter prawny i zakres przedmiotowy sankcji

Jak już zostało wyżej powiedziane, sankcja pozbawienia prawa głosu z akcji należy do kategorii prywatnoprawnych konsekwencji naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych.⁴⁷² W odróżnieniu od sankcji odszkodowawczej, która ma typowo cywilnoprawny charakter, analizowaną sankcję cechuje szczególna –

⁴⁷¹ Szerzej na temat konstytucyjności sankcji w postaci pozbawienia akcjonariusza prawa głosu z akcji w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej, z uwzględnieniem poglądu wyrażonego przez TK w wyroku z dnia 21 czerwca 2005 r. – zob. dalej pkt 3.5.2.2.1.

⁴⁷² Zob. pkt 3.1. niniejszego rozdziału pracy.

korporacyjnoprawna natura. Kwalifikacja sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej jako korporacyjnoprawnej polega, przede wszystkim, na tym, że skutek prawny jej zastosowania (utrata możliwości wykonywania prawa głosu z akcji) ingeruje bezpośrednio w sferę korporacyjnych uprawnień akcjonariusza, a ściśle rzecz biorąc, w najważniejsze z nich, czyli prawo głosu.⁴⁷³ Z tego względu poniżej scharakteryzowana będzie pokrótce natura jurydyczna zarówno prawa głosu, jak i aktu głosowania, a następnie zakres ingerencji przedmiotowej sankcji tę sferę uprawnień korporacyjnych.

3.5.1. Charakter prawa głosu i aktu głosowania

Uprawnienia inkorporowane w akcjach klasyfikowane są tradycyjnie jako prawa podmiotowe o charakterze majątkowym lub korporacyjnym.⁴⁷⁴ Kryterium takiego podziału stanowi, w pewnym uproszczeniu, rodzaj interesów akcjonariusza, który podlega bezpośredniej ochronie za sprawą realizacji danego uprawnienia wynikającego z akcji. Jeśli więc dane uprawnienie służy wprost ochronie interesu ekonomicznego akcjonariusza, to kwalifikuje się je jako uprawnienie o charakterze majątkowym.⁴⁷⁵ Z kolei w przypadku, gdy bezpośrednim celem określonego uprawnienia jest realizacja interesu organizacyjnego w spółce akcyjnej, to traktuje się je jako korporacyjne.

Na tle powyższych założeń prawo głosu inkorporowane w akcji zalicza się do podstawowych uprawnień o charakterze korporacyjnym.⁴⁷⁶ W literaturze przedmiotu wskazano, że prawo głosu w kontekście organizacji i prowadzenia WZA jest prawem podmiotowym mającym postać roszczenia, na które składa się „1) możliwość domagania się by uprawiony był dopuszczony do uczestnictwa w głosowaniu przez oddanie konkretnego głosu (lub określonej liczby głosów) i 2) możliwość domagania się, by przysługujące i oddane głosy

⁴⁷³ Por. R. Czerniawski, *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej. Komentarz*, Warszawa 2004, komentarz do art. 411 k.s.h., a także Ł. Gasiński (w:) J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo Handlowe*, Warszawa 2012, s. 558; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 161.

⁴⁷⁴ Zob. np. A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 168-218; A. Szumański (w:) M. Bączyk, M. H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 77-79; S. Sołtysiński, M. Mataczyński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do artykułów 301-490*, Warszawa 2013, s. 217-219; W. Popiołek, *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010, s. 76-77.

⁴⁷⁵ W kontekście kwalifikacji praw podmiotowych ze względu na istotę związanego z nimi interesu por. np. M. Pyziak-Szafnicka (w:) M. Safjan (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo cywilne – część ogólna. Tom 1*, Warszawa 2012, s. 794 i nast.; a także A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2017, s. 155.

⁴⁷⁶ Zob. np. A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 204; a także Ł. Gasiński (w:) J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *op. cit.*, s. 551 wraz z przytoczoną przez autora literaturą; A. Kidyba (red.), M. Michalski, *Spółka akcyjna*, Warszawa 2014, s. 155-156.

były liczone przy ustaleniu wyników głosowania”.⁴⁷⁷ Za sprawą realizacji prawa głosu na WZA akcjonariusz może wpływać na organizację korporacji jaką jest spółka publiczna oraz na jej funkcjonowanie w obrocie prawnym (głosowaniu na WZA podlegają, między innymi, sprawy takie, jak wybór rady nadzorczej, zmiany statutu, w tym zmiany w zakresie przedmiotu działalności, zmiany w obrębie kapitału zakładowego, procesy restrukturyzacyjne, fuzje, transformacje, a także zbycie lub wydzierżawienie przedsiębiorstwa, emisja poszczególnych rodzajów obligacji, nabycie lub zbycie nieruchomości). Pomimo tego, ponieważ prawo głosu pozwala właśnie wpływać na sferę nadzoru i zarządzania publiczną spółką akcyjną (*corporate governance*), a w rezultacie pośrednio determinuje bieg jej spraw i decyzji finansowych, to ma ono swoisty związek z interesem ekonomicznym akcjonariusza. W tym kontekście prawo głosu przypisać należy także (w ujęciu pośrednim) charakter uprawnienia majątkowego.⁴⁷⁸ Biorąc pod uwagę tak uniwersalną naturę jurystyczną prawa głosu na tle pozostałych uprawnień inkorporowanych w akcji, nie ulega kwestii, że pozbawienie możliwości jego wykonywania według art. 89 ustawy o ofercie publicznej stanowi szczególnie dotkliwy środek ingerencji w sferę praw podmiotowych akcjonariusza spółki publicznej.

Prawo głosu przysługujące z akcji wykonywane jest w drodze (aktu) głosowania. W myśl art. 412 § 1 k.s.h. akcjonariusz może głosować osobiście lub przez pełnomocnika.⁴⁷⁹ W każdym przypadku ocena charakteru prawnego aktu głosowania budzi jednak wątpliwości, na tle których prezentowane są w literaturze przedmiotu różne koncepcje. Wedle pierwszej z nich, oddanie głosu na WZA stanowi jednostronną czynność prawną.⁴⁸⁰ Takie ujęcie jurystyczne aktu głosowania zdaje się wynikać z kwalifikacji prawa głosu jako uprawnienia korporacyjnego o charakterze kształtującym, to jest powodującym, w razie jego realizacji, powstanie określonych skutków prawnych na forum stosunków prawnych panujących

⁴⁷⁷ Zob. G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane zagadnienia prawne organizacji walnego zgromadzenia spółki akcyjnej*, PPH 2002, Nr 1, s. 13.

⁴⁷⁸ Por. S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III..., op. cit.*, s. 218.

⁴⁷⁹ W wyniku nowelizacji k.s.h. z 5 grudnia 2008 r. mającej na celu dostosowanie polskiego prawa do rozwiązań przyjętych na gruncie dyrektywy 2007/36/WE w sposób istotny zmodyfikowano m.in. zasady wykonywania prawa głosu z akcji na WZA spółki publicznej przez pełnomocnika. W szczególności, w odniesieniu do spółek publicznych zniesiono ogólny zakaz pełnienia funkcji pełnomocnika akcjonariusza na WZA przez członka zarządu lub pracownika spółki. Zob. szerzej np. Ł. Goździaszek, *Elektroniczna postać pełnomocnictwa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu i wykonywania prawa głosu*, PPH 2009, Nr 6 s. 16 i nast.; J. Jastrzębski, *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji Kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów)*, PPH 2009, Nr 9, s. 9 i nast.; K. Oplustil, *Pełnomocnictwo do występowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej po nowelizacji Kodeksu Spółek Handlowych ustawą z 5.12.2008 r.*, PPH 2009, Nr 11, s. 4 i nast.

⁴⁸⁰ Zob. szerzej S. Grzybowski (w:) S. Grzybowski (red.), *System prawa cywilnego. Część ogólna*, t. I, Wrocław 1985, s. 487.

wewnątrz korporacji jaką jest spółka akcyjna.⁴⁸¹ Kwalifikacja ta nie jest jednak zasadna, albowiem tego rodzaju skutki prawne mogą być dopiero efektem podjęcia uchwały przez WZA (nie zaś rezultatem jej „części składowej” w postaci pojedynczego głosu akcjonariusza).⁴⁸² Z kolei zgodnie z drugą koncepcją prezentowaną w doktrynie, akt głosowania kwalifikować należy jako oświadczenie woli akcjonariusza, przy czym warunkiem takiej kwalifikacji jest właśnie uznanie uchwały, nad którą odbywa się głosowanie za czynność prawną (w tym zakresie, w jakim wywołuje ona skutki prawne).⁴⁸³ Innymi słowy, wykonanie prawa głosu przez akcjonariusza jest jego oświadczeniem woli wtedy, kiedy zmierza do osiągnięcia skutku prawnego w postaci podjęcia przez WZA uchwały będącej czynnością prawną, czyli zdarzeniem powodującym powstanie, zmianę lub zakończenie stosunku prawnego o określonej treści.⁴⁸⁴ Przychylam się do tej drugiej koncepcji, albowiem poprzez akt głosowania akcjonariusz istotnie wyraża swoją wolę odnośnie do uchwały będącej przedmiotem porządku obrad WZA (tj. czy opowiada się „za” uchwałą, „przeciw” uchwale, bądź nie opowiada się ani za jej przyjęciem, ani odrzuceniem).⁴⁸⁵ Akt głosowania nie jest zatem czynnością prawną samą w sobie, ale indywidualnym oświadczeniem woli akcjonariusza, stanowiącym *de facto* „część składową” czynności prawnej, która dokonuje się – w postaci konkretnej uchwały – za sprawą głosowania wszystkich (obecnych) akcjonariuszy działających wspólnie jako najwyższy rangą organ w strukturze korporacyjnej spółki akcyjnej.⁴⁸⁶ W tym kontekście bezskuteczność aktu głosowania przewidziana sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie tylko pozbawia akcjonariusza jego prawa podmiotowego, ale powoduje, że czynność prawna spółki publicznej dokonywana w formie uchwały WZA, przy głosowaniu nad którą *ex lege* nie

⁴⁸¹ Por. M. Goćławski, *Charakter prawny aktu głosowania a dopuszczalność oddania głosu przez pełnomocnika*, PPH 2002, Nr 7, s. 8.

⁴⁸² Zob. szerzej A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Wpływ wadliwych aktów głosowania na ważność uchwał zgromadzeń w spółkach kapitałowych*, PPH 2007, Nr 8, s. 18-19; a także P. Antoszek, *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009, s. 101 oraz 112. .

⁴⁸³ *Ibidem*, s. 112 i nast. Por. także E. Marszałkowska-Krześ, *Uchwały walnych zgromadzeń w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2000, s. 37; M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004, s. 312-314; M. Gutowski, *Dopuszczalność stosowania art. 58 § 3 k.c. do podlegających uchynieniu uchwał zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia spółek kapitałowych*, PPH 2009, Nr 12, s. 21. W kwestii kwalifikacji uchwał zgromadzeń wspólników (walnych zgromadzeń) jako czynności prawnych zob. np. Z. Radwański (w:) Z. Radwański (red.), *System prawa prywatnego. Prawo cywilne – część ogólna*, t. 2, Warszawa 2008, s. 181-184; G. Cern, *Podjęcie uchwał przez zarządy spółek kapitałowych*, PPH 2009, Nr 1, s. 33. Zob. jednak J. Frąckowiak, *Uchwały zgromadzeń wspólników spółek kapitałowych sprzeczne z ustawą*, PPH 2007, Nr 11, s. 5-8 – zdaniem tego autora „uchwała zgromadzenia wspólników spółki kapitałowej nie jest czynnością prawną. (...) uchwała nie jest też oświadczeniem woli w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego. Jest to więc swoista czynność konwencjonalna organu korporacyjnej osoby prawnej.”

⁴⁸⁴ Por. A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 204

⁴⁸⁵ Zob. art. 4 § 1 pkt 9) k.s.h. Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 18, a także R. Czerniawski, *Walne zgromadzenie spółki akcyjnej*, Warszawa 2009, s. 182.

⁴⁸⁶ Por. Z. Radwański (w:) Z. Radwański (red.), *op. cit.*, t. 2, s. 183-184 wraz z powołaną tam literaturą.

należy brać pod uwagę głosów oddanych przez akcjonariusza obciążonego tą sankcją – sprzeciwia się naturze stosunku korporacyjnoprawnego spółki akcyjnej opartego na zasadzie proporcjonalności.⁴⁸⁷

3.5.2. Struktura zasięgu sankcji

Zakres przedmiotowy sankcji pozbawienia prawa głosu z akcji podlega zróżnicowaniu w zależności od kategorii obowiązku (przepisu), który został naruszony. Sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej może bowiem mieć węższy zasięg, obejmujący jedynie akcje, które zostały nabyte w sposób sprzeczny z prawem, albo szerszy, a w istocie zupełny zasięg, obejmujący wszystkie akcje pozostające w posiadaniu akcjonariusza, który dopuścił się naruszenia danych regulacji rozdziału 4 tej ustawy.

3.5.2.1. Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej będących przedmiotem czynności lub zdarzenia implikującego powstanie naruszonych obowiązków

Węższy rodzaj sankcji utraty prawa głosu z akcji przewidziany został, w szczególności, w sytuacji, o której mowa w art. 89 ust. 1 pkt 1) ustawy o ofercie publicznej. Dotyczy ona naruszenia obowiązku notyfikacyjnego z art. 69 ustawy o ofercie publicznej i polega na tym, że akcjonariusz ma zakaz wykonywania prawa głosu „tylko” z tych akcji, które były przedmiotem czynności prawnej lub zdarzenia prawnego powodującego osiągnięcie lub przekroczenie kwalifikowanego pułapu ogólnej liczby głosów w spółce związanej z naruszonym obowiązkiem. W tej sytuacji można mówić o łagodniejszym wymiarze sankcji. Upatrywać go zaś należy w tym, że nie obejmuje ona prawa głosu z wszystkich akcji, które akcjonariusz posiada w danej spółce publicznej, lecz „jedynie” z tej części (ilości) akcji, która została nabyta nieprawidłowo, to jest z naruszeniem regulacji art. 69 ustawy o ofercie publicznej.⁴⁸⁸ Co za tym idzie, akcjonariusz obciążony zakazem wykonywania prawa głosu z części akcji zachowuje to prawo jeśli chodzi o pozostałe akcje spółki publicznej, które posiada.

⁴⁸⁷ Cechą charakterystyczną stosunku korporacyjnoprawnego spółki akcyjnej, a w szczególności, spółki publicznej, jest zasada proporcjonalności, która oznacza, że zakres uprawnień akcjonariusza winien pozostawać w proporcji do jego stanu zaangażowania w kapitale zakładowym. Zob. szerzej J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH 2000, Nr 8, s. 13.

⁴⁸⁸ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczyk [et al.], *op. cit.*, s. 540.

3.5.2.2. Zakaz wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej

Szerszy zakres przedmiotowy omawianej sankcji obowiązuje w przypadkach, o których mowa w art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej. Dotyczą one naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego, zarówno uprzedniego, jak i następczego, w związku z przekroczeniem progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej. Sankcja rozciąga się wtedy na prawo głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej będących w posiadaniu akcjonariusza, który dopuścił się uchybień. Oznacza to, że akcjonariusz obciążony analizowaną sankcją w jej zastrzonym wymiarze pozbawiony jest prawa głosu nie tylko z tych akcji, które nabył z naruszeniem obowiązku ogłoszenia wezwania (z art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej), lecz również ze wszystkich pozostałych akcji spółki publicznej, którą znajdują się w jego posiadaniu – chociażby nabył je wcześniej zgodnie z prawem i korzystał dotychczas prawidłowo z wszelkich uprawnień w nich inkorporowanych.⁴⁸⁹ Zasięg przedmiotowy tego rodzaju sankcji jest zatem całkowity, a tym samym bardzo dolegliwy dla akcjonariusza, który uchybił obowiązkom ustawowym w zakresie wezwań majoryzacyjnych.

Należy jeszcze zwrócić uwagę, że w przypadku uchybienia wezwaniu majoryzacyjnemu w postaci uprzedniej przedmiotowa sankcja aktualizuje się, co do zasady, w momencie przekroczenia kwalifikowanego progu majoryzacji (w wyniku nabycia akcji) pomimo braku przeprowadzenia procedury wezwania. Natomiast w przypadku uchybienia wezwaniu majoryzacyjnemu w formie następczej (art. 73 ust. 2 lub 3 oraz art. 74 ust. 2 lub 5 ustawy o ofercie publicznej) sankcja utraty prawa głosu pozostaje niejako w „zawieszeniu” przez okres trzech miesięcy od daty przekroczenia progu majoryzacji i uruchamia się dopiero w razie braku ogłoszenia w tym terminie wezwania na akcje lub zbycia odpowiedniej liczby akcji w celu zmniejszenia stanu posiadania (ogólnej liczby głosów) poniżej takiego progu.⁴⁹⁰

3.5.2.2.1. Szerokość zakazu na tle zasady ochrony praw słuszenie nabytych. Konstytucyjność sankcji

⁴⁸⁹ Interesującym problemem na tym tle jest kwestia zgodności sankcji pozbawiającej prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej z zasadą ochrony praw słuszenie nabytych w zakresie, w jakim sankcja ta ingeruje w prawo głosu (prawo podmiotowe) z akcji wcześniej nabytych przez akcjonariusza zgodnie z literą prawa. Szerzej na ten temat zob. poniżej.

⁴⁹⁰ Zob. szerzej A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót..., op. cit.*, s. 25-26.

Sankcja przewidziana w art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej jest ukształtowana w nadzwyczaj szeroki sposób. Obejmuje nie tylko prawo głosu z akcji nabytych wadliwie, ale też prawo głosu ze wszystkich pozostałych akcji pozostających w dyspozycji akcjonariusza – nawet tych niegdyś nabytych przez niego prawidłowo. Innymi słowy, mając na względzie ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych przed majoryzacją spółki publicznej z naruszeniem ustawowych regulacji, prawodawca dopuszcza odjęcie także wcześniej słusznie nabytego prawa podmiotowego (prawo głosu z akcji) akcjonariuszowi, który uchybił tym regulacjom. Na tym tle powstaje jednakowoż pytanie o zasadność tejże ingerencji w prawo głosu z prawidłowo nabytych akcji – jako prawo słusznie nabyte – w kontekście konstytucyjnej zasady ochrony praw słusznie nabytych.

Zasada ochrony praw słusznie nabytych stanowi swoistą normę konstytucyjną. Chociaż nie jest sformułowana *expressis verbis* w tekście Konstytucji RP, to nie ulega kwestii, że wynika wprost z zasady demokratycznego państwa prawnego wysłowionej w art. 2 ustawy zasadniczej.⁴⁹¹ Zasada ta ma fundamentalne znaczenie z punktu widzenia bezpieczeństwa (obrotu) prawnego i ochrony praw podmiotowych jednostek. W największym uproszczeniu, jej sens jurydyczny tkwi, z jednej strony, w zakazie arbitralnego odbierania lub ograniczania (naruszania) praw nabytych przez jednostkę oraz, z drugiej strony, w nakazie kazuistycznej oceny, czy pozbawienie (odjęcie) lub ograniczenie danego prawa podmiotowego jest obiektywnie uzasadnione i mieści się w granicach ujętych w Konstytucji RP.⁴⁹² Ingerencja w prawa słusznie nabyte stanowi więc wyjątek od reguły ich przestrzegania. Wyjątek taki nie może być w żadnym razie interpretowany rozszerzająco, a wręcz przeciwnie, aby odjęcie (ograniczenie) praw słusznie nabytych uznać za dopuszczalne muszą zostać spełnione ściśle określone przesłanki. W szczególności, odjęcie praw nabytych musi być uzasadnione innymi normami rangi konstytucyjnej, a wartości (interesy) stojące u podstaw takich norm muszą przewyższać wartości przypisane zasadzie ochrony praw słusznie nabytych.⁴⁹³ Jedynie państwo chroniące prawa nabyte w takowym rozumieniu może być demokratycznym państwem prawnym w świetle art. 2 Konstytucji RP.⁴⁹⁴

⁴⁹¹ Por. M. Jackowski, *Ochrona praw nabytych a kryzys gospodarczy*, PiP 2009, Nr 8, s. 4.

⁴⁹² Szerzej na temat znaczenia zasady ochrony praw nabytych zob. M. Jackowski, *Zasada ochrony praw nabytych w polskim prawie konstytucyjnym*, Prz. Sejm. 2008, Nr 1, s. 17 i nast.

⁴⁹³ Szereg wypowiedzi na tym tle sformułował Trybunał Konstytucyjny - zob. np. wyrok TK z dnia 25 czerwca 2002 r., sygn. akt K 45/01, OTK 2002 Nr 4A, poz. 46; wyrok TK z dnia 15 września 1999 r., sygn. akt K 11/99, OTK 1999 Nr 6, poz. 116; a także wyrok TK z dnia 22 czerwca 1999 r., sygn. akt K 5/99, OTK 1999 Nr 5, poz. 100; wyrok TK z dnia 16 czerwca 2003 r., sygn. akt K 52/02, OTK 2003 r. Nr 6A, poz. 54; wyrok TK z dnia 6 kwietnia 2004 r., sygn. akt SK 56/03, OTK 2004 Nr 4A, poz. 29; wyrok TK z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt P 25/02, OTK-A 2005 Nr 6, poz. 65. Por także Opracowanie Biura TK pt. *Proces prawotwórczy w świetle orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego*, Warszawa 2015, s. 39. Materiał w wersji elektronicznej dostępny jest na stronie internetowej Trybunału Konstytucyjnego pod adresem:

Zasada ochrony praw słuszenie nabytych zapewnia ochronę różnych rodzajów praw podmiotowych (publicznych i prywatnych). Dotyczy ona zarówno praw nabytych *in abstracto*, czyli na mocy normy ustawowej, praw nabytych *in concreto*, czyli w drodze skonkretyzowanej decyzji lub wyroku sądu albo na podstawie umowy, jak i maksymalnie ukształtowanych ekspektatyw nabycia praw podmiotowych na podstawie danej ustawy bez względu na stosunek do nich późniejszej ustawy.⁴⁹⁵ W każdym razie prawo nabyte podlega ochronie konstytucyjnej tylko wtedy, kiedy zostało nabyte „słuszenie”, co oznacza, że omawiana zasada nie działa względem praw nabytych *contra legem, praeter legem* czy z naruszeniem zasad współżycia społecznego.⁴⁹⁶ Ponadto, zasada ochrony praw słuszenie nabytych obejmuje swym zakresem wyłącznie takie prawa, co do których jednostka ma (może mieć) usprawiedliwione i racjonalne oczekiwania.⁴⁹⁷

Ustawodawca, formułując normy prawa powinien mieć na względzie bezpieczeństwo prawne i pewność prawa. Elementy te stanowią bowiem istotny czynnik zaufania obywateli do państwa, które z kolei jest szczególnie pożądaną wartością w demokratycznym państwie prawnym. Przestrzegając zasady wyrażonej w art. 2 Konstytucji RP ustawodawca powinien więc z dozą daleko idącej ostrożności stanowić regulacje, których przedmiotem jest odebranie jednostce prawa podmiotowego słuszenie przez nią nabytego.

Biorąc pod uwagę powyższe (założenia zasady ochrony praw słuszenie nabytych), budzi wątpliwości konstytucyjność sankcji uregulowanej w art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej. Wątpliwości te dotyczą, rzecz jasna, tej części przedmiotowej sankcji, która polega na pozbawieniu akcjonariusza prawa głosu z akcji nabytych przez niego zgodnie z przepisami prawa (czyli nabytych „słuszenie”), zanim dokonał następnie nabycia znacznego pakietu akcji z naruszeniem obowiązku ustawowego.⁴⁹⁸ Akcjonariusz, który nabył te akcje z zachowaniem wszelkich wymogów prawnych może bowiem zasadnie oczekiwać, że wszelkie prawa które nabył wraz z nimi (w tym, w szczególności, prawo głosu na WZA) będzie mógł wykonywać bez jakichkolwiek ograniczeń, jako prawa „słuszenie” nabyte i podlegające ochronie zgodnie z art. 2 Konstytucji RP. Co więcej, usprawiedliwione i

http://trybunal.gov.pl/fileadmin/content/dokumenty/proces_prawotworczy.pdf (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁴⁹⁴ Tak też M. Jackowski, *Ochrona...*, *op. cit.*, s. 4.

⁴⁹⁵ Zob. Opracowanie Biura TK pt. *Proces prawotwórczy w świetle orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego*, s. 36-38.

⁴⁹⁶ Zob. np. wyrok TK z dnia 10 lutego 2015 r., sygn. akt. P 10/11, OTK 2015 r. Nr 2A, poz. 13.

⁴⁹⁷ Zob. wyrok TK z dnia 18 czerwca 2013 r., sygn. akt SK 49/12, OTK 2013 Nr 5A, poz. 56.

⁴⁹⁸ Nie ulega kwestii, że ochronie praw słuszenie nabytych nie podlega prawo głosu z tych akcji, które akcjonariusz nabył wbrew regulacjom rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej – jako prawo nabyte *contra legem*.

racjonalne wydaje się oczekiwanie przez akcjonariusza swoistej gwarancji (pewności prawnej), że prawa, które niegdyś uzyskał wraz z prawidłowo nabytymi akcjami spółki publicznej nie zostaną mu *ex post* odjęte w rezultacie sankcji związanej z uchybieniem obowiązkowi ustawowemu dotyczącym późniejszego nabywania innych akcji. Jak słusznie podkreślił TK w wyroku z dnia 21 czerwca 2005 r. „U podstaw ochrony praw nabytych znajduje się dążenie do zapewnienia jednostce bezpieczeństwa prawnego i umożliwienia jej racjonalnego planowania przyszłych działań”.⁴⁹⁹ Postępowanie *contra legem* przy nabyciu określonych praw podmiotowych nie może uprawniać do automatycznego (arbitralnego) uznania, że wszelkie pozostałe prawa podmiotowe znajdujące się w posiadaniu tego samego podmiotu też były nabyte niezgodnie z prawem, chociażby rodzaj tych praw był tożsamy. Akceptacja takiego stanowiska byłaby nie do pogodzenia z fundamentalną zasadą niedziałania prawa wstecz (*lex retro non agit*). W tym kontekście warto zresztą podkreślić, że każda (pojedyncza) akcja spółki giełdowej stanowi osobny papier wartościowy inkorporujący w sobie szereg praw podmiotowych akcjonariusza i bez względu na to jaką pulę akcji tej samej spółki giełdowej posiada dany akcjonariusz, prawa podmiotowe zawarte w każdej jednej akcji są od siebie niezależne. Potwierdza to, między innymi, wyrażony *expressis verbis* w art. 411³ k.s.h. mechanizm dopuszczający odmienne głosowanie akcjonariusza z każdej z posiadanych przez niego akcji (ang. *split voting*). Co za tym idzie, sankcja z art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej nie powinna wykraczać swym zakresem zastosowania poza prawo głosu z akcji, które zostały nabyte wadliwie.

Odebranie prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej, a w konsekwencji także z tych, które akcjonariusz nabył niegdyś prawidłowo (art. 89 ust. 1 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej), nie jest jednocześnie zabiegiem, któremu można by wprost przypisać uzasadnienie normatywne rangi konstytucyjnej. W szczególności, *ratio legis* analizowanej sankcji, czyli potrzeba ochrony interesów ekonomicznych akcjonariuszy mniejszościowych przed faktyczną majoryzacją spółki giełdowej przez akcjonariusza, który uchybił powinności ogłoszenia wezwania na akcje, nie jest wartością, której należy dać prymat w razie konfliktu z zasadą ochrony praw słusznie nabytych. Z całym przekonaniem również odwołanie się do potrzeby dyscyplinowania nabywców znacznych pakietów akcji bądź ewentualnych negatywnych skutków jego braku nie wystarcza do derogacji kardynalnej zasady ochrony praw słusznie nabytych. Tymczasem prawo głosu z akcji, jako prawo podmiotowe akcjonariusza, podlega ochronie na mocy art. 2 Konstytucji RP, a nawet więcej, jako prawo

⁴⁹⁹ Sygn. akt P 25/02, OTK-A 2005 Nr 6, poz. 65.

nabyte, co do zasady, *in concreto* (w drodze stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej lub umowy cywilnoprawnej mającej za przedmiot zakup akcji), podlega ochronie w zintensyfikowanym wymiarze. Ochronę tego prawa wspiera bowiem dodatkowo zasada *pacta sunt servanda*, rozumiana jako zasada dotrzymania umów cywilnoprawnych.⁵⁰⁰ Możliwość ingerencji w prawo głosu z akcji nabytych prawidłowo stwarza zatem dalekie pole do nadużyć zarówno zasady ochrony praw słusznie nabytych, jak i zasady dotrzymania umów, a przeto zagraża bezpieczeństwu prawnemu i pewności prawa.

Mając na uwadze powyższe, uprawniona staje się konstatacja, że nazbyt szeroki zakres przedmiotowy sankcji z art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej daje podstawy do stwierdzenia niekonstytucyjności tych przepisów. Możliwość pozbawienia *ex post* prawa głosu z słusznie nabytych akcji spółki publicznej w trybie tych przepisów stanowi nieuzasadnioną konstytucyjnie ingerencję w sferę praw podmiotowych akcjonariusza, które w demokratycznym państwie prawnym muszą podlegać ochronie w myśl zasady ochrony praw słusznie nabytych.

Analizując kwestię konstytucyjności regulacji art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej należy jeszcze zauważyć, że wątpliwości może budzić także zgodność tejże regulacji z innymi niż art. 2 Konstytucji RP unormowaniami rangi konstytucyjnej poświęconymi prawom jednostki i zasadom ochrony tych praw, a mianowicie z unormowaniami konstytucyjnymi dotyczącymi prawa własności i zasad jego ochrony (art. 21, art. 31 ust. 3 oraz art. 64 ust. 2 i 3 Konstytucji RP). Otóż, zgodnie z art. 21 Konstytucji RP własność podlega konstytucyjnej ochronie (ust. 1), a wywłaszczenie jest dopuszczalne jedynie wówczas, gdy dokonywane jest na cele publiczne i za słusznym odszkodowaniem (ust. 2). Z kolei w myśl art. 31 ust. 3 Konstytucji RP jakiegokolwiek ograniczenia prawa własności muszą być zarazem zgodne z zasadą proporcjonalności, czyli uciążliwość ograniczenia musi pozostawać w odpowiedniej proporcji do celu, któremu ograniczenie ma służyć, przy czym proporcję tę należy wyważyć konfrontując ze sobą dwa dobra – dobro poświęcane poprzez wprowadzane ograniczenie oraz dobro, które dane ograniczenie ma chronić. W końcu, art. 64 Konstytucji RP stanowi, iż własność oraz inne prawa majątkowe podlegają równej dla wszystkich ochronie prawnej (ust. 2), a własność może być ograniczana tylko w drodze ustawy i tylko w zakresie, w jakim ograniczenie nie narusza istoty prawa własności (ust. 3). Chcąc sformułować ocenę zgodności badanej regulacji z powołanymi unormowaniami ustawy zasadniczej, po pierwsze, należy stwierdzić stanowczo, że prawo głosu z akcji podlegające

⁵⁰⁰ Por. M. Jackowski, *Ochrona...*, *op. cit.*, s. 15.

całkowitemu ograniczeniu na mocy art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej – jako prawo stanowiące element wiązki uprawnień inkorporowanych w akcji – ma charakter prawa podmiotowego akcjonariusza i tym samym musi podlegać ochronie konstytucyjnej tak, jak samo prawo własności akcji (art. 21 ust. 1 Konstytucji RP). Odebranie prawa głosu z akcji w myśl badanej regulacji można zatem rozpatrywać, w szczególności, w kategoriach wyłączenia, o którym mowa w art. 21 ust. 2 Konstytucji RP. Zresztą takie stanowisko potwierdza wyrok TK z dnia 21 czerwca 2005 r., w którym stwierdzono wyraźnie, iż „Wyłączenie w znaczeniu konstytucyjnym powinno być ujmowane szeroko, przynajmniej jako «wszelkie pozbawienie własności (...) bez względu na formę»”.⁵⁰¹ Co za tym idzie, pozbawienie akcjonariusza prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej – jako swego rodzaju forma wyłączenia – winno być uzasadnione istnieniem celu publicznego oraz odpowiednio zrekompensowane. Tymczasem badana sankcja w postaci odebrania akcjonariuszowi prawa głosu z całej puli należących do niego akcji w istocie sprowadza się do wyłączenia go w tym zakresie, pomimo, że przy odjęciu tegoż prawa brak jakiegokolwiek kompensacji oraz trudno w nim dostrzec cel o wymiarze publicznym. Co najwyżej w pozbawieniu akcjonariusza prawa głosu z wszystkich należących do niego akcji spółki publicznej można dostrzec partykularne cele (interesy ekonomiczne) poszczególnych (pozostałych) akcjonariuszy mniejszościowych majoryzowanej spółki publicznej, w imię ochrony których dokonane naruszenie obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje jest penalizowane. Istnienie celu publicznego, dla którego (ochrony) odejmuje się prawo własności powinno być natomiast adekwatne i wyraźne. Świadczy o tym również wspomniana wyżej zasada proporcjonalności wyrażona w art. 31 ust. 3 Konstytucji RP, z którą badana regulacja (art. 89 ust. 1 pkt 2] oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej) także zdaje się stać w sprzeczności. Otóż konstytucyjnie dopuszczalne jest jedynie takie ograniczenie (odebranie) prawa własności, które jest proporcjonalne do celu, któremu ma przyświecać. W związku z tym pozbawienie akcjonariusza prawa głosu z akcji powinno być uzasadnione wyraźnym celem publicznym o porównywalnej (lub większej) doniosłości niżeli ochrona prawa własności akcjonariusza poddanego swoistemu wyłączeniu z prawa głosu inkorporowanego w akcji. Celu o takiej doniosłości nie ma, albowiem sama ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych pozostających w spółce publicznej w obliczu jej majoryzacji – jakkolwiek słuszna w swych założeniach ekonomicznych – nie stanowi celu o

⁵⁰¹ Sygn. akt P 25/02, OTK-A 2005 Nr 6, poz. 65. Cytowane stanowisko TK jest, rzecz jasna, dyskusyjne i świadczy o niebezpiecznym trendzie umożliwiającym coraz to dalej idącą ingerencję w sferę własności w imię ochrony innych dóbr lub interesów. Zob. A. Chłopecki, *(Niektóre) paradoksy prawa papierów wartościowych*, PPH 2016, Nr 9, s. 8.

wymiarze publicznym ani nie może się równać (ani, tym bardziej, przewyższać) swą wagą z ochroną prawa własności akcji dominującego akcjonariusza, a ściśle rzecz biorąc inkorporowanego w tych akcjach prawa podmiotowego w postaci prawa głosu. Prawo głosu z akcji ma bowiem dla znaczących akcjonariuszy (czyli takich, których z założenia dotyczą przepisy art. 89 ust. 1 pkt 2] oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej) rudymen tarne znaczenie, gdyż umożliwia znaczącemu akcjonariuszowi władcze oddziaływanie na organizację czy kierunki działalności spółki publicznej poprzez głosowanie nad konkretnymi uchwałami walnego zgromadzenia zapadającymi przeciw większości głosów. W tym kontekście prawo głosu ucieleśnione w akcji stanowi podstawowy instrument urzeczywistniania normatywnej zasady rządów większości nad mniejszością (im więcej dany akcjonariusz nabył akcji i, tym samym, im większy wniósł wkład kapitałowy, tym większą posiada liczbę głosów i moc sprawczą w kierowaniu spółką).⁵⁰² Regulacja art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, zakładając *de facto* wyższość interesów ekonomicznych drobnych akcjonariuszy nad prawem głosu z akcji przysługującym większościowym akcjonariuszom, zdaje się jednak zagrażać kapitałowej naturze spółki akcyjnej, prowokując kuriozalną sytuację, w której akcjonariusz dominujący, nawet ten legitymujący się najwyższym ułamkiem kapitału zakładowego spółki (ponoszący zarazem najwyższe ryzyko gospodarcze), może mieć mniejszy wpływ na kierowanie spółką (w ramach głosowania nad uchwałami walnego zgromadzenia akcjonariuszy) niż drobni (mniejszościowi) akcjonariusze. W ten sposób, badana regulacja przejawia również swą niezgodność z art. 64 ustawy zasadniczej, w świetle którego m.in. własność powinna podlegać równej dla wszystkich ochronie (ust. 2), a zarazem niedopuszczalne jest ograniczenie ingerujące w jej istotę (ust. 2). Równa ochrona prawa własności akcji, czyli *de iure* wszystkich uprawnień ucieleśnionych akcji, nie może być bowiem interpretowana w oderwaniu od stanu zaangażowania kapitałowego danego akcjonariusza, lecz jej ocena powinna uwzględniać liczbę posiadanych przez akcjonariusza akcji i wielkość udziału, jaki one reprezentują. Jak zauważył TK w przytaczanym już wyżej wyroku z dnia 21 czerwca 2005 r. „trudno bowiem uznać, aby tak samo traktować osobę, która opłaciła ponad połowę kapitału zakładowego spółki, jak osobę która opłaciła jedną tysięczną tego kapitału.”⁵⁰³ Oznacza to, że z punktu widzenia znaczącego akcjonariusza chronione prawo podmiotowe (własności) w postaci prawa głosu z akcji ma bezapelacyjnie większe znaczenie niż z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych (którzy, co do

⁵⁰² W szczególności, wyznaczenie treści uchwał walnego zgromadzenia wolą większości (większością głosów) uznać należy za wyraźny przejaw zasady majoryzacji. Zob. P. Antoszek, *op. cit.*, s. 48-49, a także K. Bilewska (w:) K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Pukszt, *op. cit.*, s. 103.

⁵⁰³ Sygn. akt P 25/02, OTK-A 2005 Nr 6, poz. 65.

zasady, traktują swą inwestycję w akcje spółki publicznej jako formę krótkoterminowej lokaty (stosunkowo drobnego kapitału) i, tym bardziej, nie uzasadnia jego pozbawienia potrzeba ochrony interesów takich akcjonariuszy mniejszościowych. Jednocześnie, mając na uwadze powyższe, nie ulega kwestii, że kwintesencją prawa własności akcji dla znaczącego akcjonariusza jest właśnie inkorporowane w akcji prawo głosu (prawo głosu daje mu realną możliwość oddziaływania na spółkę – sprawowania faktycznej kontroli nad nią). Co za tym idzie, wyzucie znaczącego akcjonariusza z prawa głosu ze wszystkich posiadanych przez niego akcji spółki giełdowej zdaje się dotyczyć istoty prawa własności akcji i, w rezultacie, naruszać w tym zakresie ustaloną konstytucyjnie granicę ingerencji w to prawo (art. 64 ust. 3 *in fine* Konstytucji RP).

Celem reasumpcji powyższych rozważań warto raz jeszcze sięgnąć do uzasadnienia cytowanego już wyroku TK z dnia 21 czerwca 2005 r., choć dotyczył on instytucji *squeeze-out* uregulowanej na gruncie art. 418 k.s.h., która nie jest przedmiotem niniejszej analizy. W swym wnioskowaniu Trybunał Konstytucyjny uznał, iż art. 418 k.s.h nie narusza m.in. przywołanych wyżej unormowań Konstytucji RP (art. 21 ust. 2, art. 31 ust. 3 oraz art. 64 ust. 2 i 3), ponieważ, w największym ogóle, przewidziany w nim mechanizm tzw. „wyciśnięcia” drobnych akcjonariuszy służy interesom większości, które w spółce akcyjnej mają wiodące znaczenie – potwierdza je zasada prymatu kapitału nad jednostką (zasada rządów większości). Polegając na takim kierunku uzasadnienia orzeczenia TK, w kontekście oceny zgodności regulacji art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej z przedmiotowymi unormowaniami ustawy zasadniczej zasadny zdaje się więc odwrotny werdykt. Mianowicie, mając na względzie pogląd wyrażony przez TK, ocena konstytucyjności badanej regulacji ustawy o ofercie publicznej powinna sprowadzać się do stwierdzenia jej niezgodności z wyżej wymienionymi przepisami Konstytucji RP, ponieważ przewidziana w badanej regulacji ingerencja w prawo podmiotowe nabywcy znacznego – a nawet kontrolnego – pakietu akcji (prawo głosu ze wszystkich należących do niego akcji spółki publicznej) stanowi *de iure* formę wywłaszczenia, które nie znajduje adekwatnego uzasadnienia, lecz godzi w kapitałową naturę publicznej spółki akcyjnej (zasadę rządów większości nad mniejszością) i tym samym narusza konstytucyjne warunki *sine qua non* odebrania prawa własności.

3.5.2.3. Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej nabytych z naruszeniem sposobu ustalania ceny

Jak zostało wyżej wyjaśnione, do naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje dochodzi, w szczególności, w przypadku nabycia akcji objętych wezwaniem w sposób niezgodny ze standardami dotyczącymi ceny minimalnej, o których mowa w art. 79 ustawy o ofercie publicznej.⁵⁰⁴ Co za tym idzie, również w tej sytuacji zastosowanie ma sankcja polegająca na zakazie wykonywania prawa głosu z akcji. Jej wyraźną podstawę stanowi art. 89 ust. 1 pkt 3) ustawy o ofercie publicznej, w myśl którego zakaz obejmuje akcje nabyte w ramach wezwania po cenie ustalonej wbrew regulacjom art. 79 tejże ustawy. W analizowanym przypadku zakres przedmiotowy sankcji dotyczy więc tylko części akcji będących w posiadaniu akcjonariusza (tych wadliwie przez niego nabytych) – tak samo, jak w przypadku sankcji związanej z naruszeniem art. 69 ustawy o ofercie publicznej.⁵⁰⁵

3.5.3. Pozbawienie prawa głosu z akcji objętych zakazem a możliwość realizacji innych uprawnień korporacyjnych

Jak już zostało wskazane, prawo głosu jest praktycznie najważniejszym, lecz nie jedynym uprawnieniem korporacyjnym wynikającym z akcji. Tradycyjnie, w literaturze przedmiotu wyróżnia się takie uprawnienia korporacyjne, jak prawo do uczestnictwa w WZA, prawo głosu, prawo zaskarżania uchwał WZA, a także prawo do zasięgnięcia informacji o spółce.⁵⁰⁶ Rozróżnienie to, podobnie jak wyodrębnienie pośród uprawnień czysto majątkowych prawa do dywidendy, prawa poboru, czy prawa do udziału w masie likwidacyjnej, ma w istocie charakter abstrakcyjny, albowiem w ujęciu jurydycznym wszystkie te uprawnienia składają się na jedno prawo udziałowe (podmiotowe) w postaci akcji.⁵⁰⁷

Poza typową systematyką uprawnień korporacyjnych znajdują się natomiast swoiste instrumenty realizacji czy środki ochrony tych uprawnień (praw podmiotowych) takie, jak: prawo zwołania nadzwyczajnego WZA, prawo wyboru (wyznaczenia) przewodniczącego

⁵⁰⁴ Zob. pkt 2.3.4. w poprzednim rozdziale pracy.

⁵⁰⁵ Por. D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 376.

⁵⁰⁶ Zob. np. A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 198-218; a także A. Kidyba (red.), M. Michalski, *op. cit.*, s. 155-156.

⁵⁰⁷ Jakkolwiek zasada zakazu tzw. rozszczepialności uprawnień korporacyjnych z akcji traci jednocześnie na znaczeniu, doznając rozmaitych ograniczeń jurydycznych w postaci, chociażby, regulacji umożliwiającej zastawnikowi lub użytkownikowi akcji wykonywanie z niej prawa głosu zamiast akcjonariusza (art. 340 k.s.h. oraz art. 343 § 2 k.s.h.) - por. *Ibidem*. Na temat zjawiska rozszczepiania uprawnień inkorporowanych w akcji zob. szerzej M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania uprawnień udziałowych z akcji*, PPH 2008, Nr 5, s. 35 i nast. Krytycznie w kontekście możliwości rozszczepiania prawa głosu z akcji por. A. Mięka, A. Piotrowska, *op. cit.*, s. 26.

WZA, prawo wyboru członków rady nadzorczej grupami, prawo zaskarżania uchwał WZA czy niektóre indywidualnie przyznane uprawnienia osobiste.⁵⁰⁸ Wszystkie te instrumenty (elementy) realizacji lub środki ochrony uprawnień korporacyjnych składają się jednak na całość wiązki praw ucieleśnionych w akcji, a tym samym mają niebagatelne znaczenie z punktu widzenia pozycji korporacyjnoprawnej akcjonariusza. Z tego względu należy rozważyć czy i, ewentualnie, w jakim zakresie analizowana sankcja pozbawienia prawa głosu wpływa na poszczególne uprawnienia korporacyjne wynikające z objętych nią akcji, bądź też na wymienione powyżej instrumenty realizacji lub środki ochrony tych uprawnień.⁵⁰⁹

3.5.3.1. Prawo do uczestnictwa w WZA spółki publicznej

Prawo do uczestnictwa w WZA jest prawem o charakterze bezwzględny, to znaczny przysługuje ono każdemu akcjonariuszowi, niezależnie od ilości posiadanych przez niego akcji ani liczby wynikających z tych akcji głosów, a zarazem żaden akcjonariusz nie może być tego prawa pozbawiony.⁵¹⁰ *De lege lata* prawo to jest wyodrębnionym uprawnieniem korporacyjnym przyznanym każdemu akcjonariuszowi spółki publicznej zgodnie z art. 406¹ § 1 k.s.h. Przepis ten legitymuje do uczestnictwa w WZA spółki publicznej osoby będące akcjonariuszami tego typu spółki na 16 dni przed datą WZA, czyli w tzw. dniu rejestracji uczestnictwa w WZA (ang. *record date*).⁵¹¹

Żaden akcjonariusz nie jest zobligowany do wykonywania przysługującego mu prawa do udziału w WZA, co, w praktyce funkcjonowania spółek giełdowych, przyczynia się do wzrostu bierności akcjonariuszy (mniejszościowych), którzy wychodzą z założenia, że aktywny udział w WZA byłby zbyt kosztowny w porównaniu do ewentualnych korzyści,

⁵⁰⁸ Por. M. Michalski, *Dopuszczalność...*, *op. cit.*, s. 35 i nast.

⁵⁰⁹ Poza zakresem dalszych rozważań pozostawiam natomiast analizę relacji sankcji utraty prawa głosu z akcji do uprawnień majątkowych inkorporowanych w akcji, albowiem od dawna nie ulega kwestii, że zastosowanie tej sankcji nie może ingerować w tę kategorię praw podmiotowych akcjonariusza. Na gruncie jeszcze p.p.o.p.w. zob. M. Romanowski, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 825. W obecnym stanie prawnym zob. np. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et. al.], *op. cit.*, s. 498.

⁵¹⁰ Zob. A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 199; por. także D. Wajda, *Dopuszczenie akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu*, Pr. Spółek 2007, Nr 4, s. 16.

⁵¹¹ Szczegółowo na ten temat zob. np. A. Opalski, *Reforma walnego zgromadzenie akcjonariuszy spółki akcyjnej – implementacja do prawa polskiego dyrektywy 2007/36/WE*, PPH 2009, Nr 5, s. 8 i nast.; M. Michalski, *Uwagi krytyczne do niektórych aspektów nowelizacji kodeksu spółek handlowych z 5.12.2008 r.*, PPH 2010, Nr 2, s. 11; oraz T. Kurnicki, *Legitymacja z akcji spółki publicznej do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy*, Pr. Spółek 2010, Nr 7-8, s. 48; M. Romanowski, K. Grabowski, *Czy nowelizacja k.s.h. z 5 grudnia 2008 r. jest adekwatna do modelu walnego zgromadzenia przewidzianego dyrektywą 2007/36/WE – polemika*, PPH 2010, Nr 11, s. 31.

jakie mogłoby przynieść głosowanie z posiadanego pakietu akcji (tzw. racjonalna apatia⁵¹²). Należy jednakowoż zwrócić uwagę, że to właśnie wykonywanie prawa do uczestnictwa w WZA warunkuje *de facto* możliwość realizacji fundamentalnego uprawnienia korporacyjnego jakim jest prawo głosu. Odwrotna zależność w tej materii nie zachodzi.⁵¹³ Akcjonariuszowi dysponującemu prawem do udziału w WZA wcale nie musi przysługiwać prawo głosu z akcji (art.413 k.s.h.), bądź nie musi on go wykonywać, chociażby mu ono przysługiwało.⁵¹⁴ Prawo do uczestnictwa w WZA jest więc ściśle powiązane z prawem głosu inkorporowanym w akcjach, ale nie jest z nim absolutnie tożsame.

Biorąc pod uwagę powyższe należy przyjąć, że sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie może ingerować w prawo akcjonariusza do udziału w WZA spółki publicznej.⁵¹⁵ Jej zakres przedmiotowy – jakkolwiek bardzo szeroki – polega *de lege lata* na zakazie wykonywania prawa głosu z akcji („Akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z akcji”), co nie jest jednoznaczne z odebraniem prawa uczestnictwa w WZA. Analizowaną sankcję trzeba w tym zakresie interpretować ściśle. Ponieważ cechuje ją *quasi* penalna natura, to nie wolno stosować jej w sposób rozszerzający.⁵¹⁶ Odmierna interpretacja godziłaby w, i tak wątpliwą, proporcjonalność sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

3.5.3.2. Prawo zwołania WZA spółki publicznej

Akcjonariuszowi reprezentującemu co najmniej połowę kapitału zakładowego lub co najmniej połowę ogółu głosów w spółce akcyjnej przysługuje prawo zwołania nadzwyczajnego WZA (art. 399 § 3 *in principio* k.s.h.). Uprawnienie to jest więc uwarunkowane od posiadania akcji stanowiących przynajmniej połowę kapitału zakładowego lub dysponowania głosami w ilości stanowiącej co najmniej połowę ich ogólnej liczby w spółce.⁵¹⁷ Wystarcza, aby akcjonariusz spełniał choćby jeden z tych warunków. *Ratio legis*

⁵¹² Szerzej na temat koncepcji tzw. racjonalnej apatii akcjonariuszy zob. np. K. Oplustil, *Instrumenty...*, *op. cit.*, s. 16 i nast.

⁵¹³ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 163.

⁵¹⁴ Por. D. Wajda, *op. cit.*, s. 16

⁵¹⁵ Tak też M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 162 oraz R. Woźniak, *Wpływ sankcyjnego pozbawienia prawa głosu określonego w art. 89 ustawy o ofercie publicznej na uprawnienia korporacyjne akcjonariusza spółki publicznej*, PPH 2015, Nr 10, s. 30.

⁵¹⁶ Skutki takiego zastosowania tejże sankcji ograniczałyby bowiem możliwości akcjonariusza w sferze innych jego uprawnień korporacyjnych (bądź ich elementów) takich, jak śledzenie przebiegu obrad czy udział w dyskusji na forum organu właścicielskiego spółki, a także zadawanie pytań członkom pozostałych organów spółki i wysłuchanie ich odpowiedzi. Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 163.

⁵¹⁷ Zob. szerzej J. J. Zięta, *Zwołanie nadzwyczajnego walnego zgromadzenia przez akcjonariuszy w trybie art. 399 § 3 i art. 400 § 1 k.s.h. - koszty oraz obowiązki zwołujących i organów spółki*, PPH 2010, nr 8, s. 13 i nast.

przedmiotowego uprawnienia jest ochrona interesów znaczących akcjonariuszy przed brakiem lojalności ze strony zarządu spółki.⁵¹⁸

W tym kontekście należy zwrócić uwagę, że sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej ingeruje wprawdzie w prawo głosu i faktycznie może się tak zdarzyć, że w rezultacie jej zastosowania nawet dominujący akcjonariusz nie będzie dysponował 50% ogólnej liczby głosów w spółce, lecz nie może ona pozbawić akcji – jako papierów wartościowych o charakterze udziałowym – ich ekonomicznej istotny, czyli reprezentowania odpowiedniego ułamka kapitału zakładowego.⁵¹⁹ Jeżeli zatem dany akcjonariusz posiada akcje dające co najmniej połowę kapitału zakładowego spółki publicznej, to nawet w razie odebrania mu prawa głosu z nich wszystkich (w wyniku naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego), zachowuje on możliwość zwołania nadzwyczajnego WZA w trybie art. 399 § 3 k.s.h.

Warto także zasygnalizować, że zgodnie z art. 400 § 1 k.s.h. akcjonariuszowi posiadającemu co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego w spółce przysługuje uprawnienie do żądania zwołania nadzwyczajnego WZA oraz umieszczenia poszczególnych spraw w porządku obrad.⁵²⁰ Uprawnienie to, z tych samych względów co uprawnienie z art. 399 § 3 zdanie pierwsze k.s.h., nie powinno jednak podlegać żadnym ograniczeniom w wyniku aktualizacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

3.5.3.3. Prawo wyznaczenia przewodniczącego WZA spółki publicznej

W myśl art. 399 § 3 k.s.h. akcjonariusz reprezentujący co najmniej połowę kapitału zakładowego spółki lub posiadający co najmniej połowę ogólnej liczby głosów w spółce ma prawo nie tylko zwołać nadzwyczajne WZA, lecz, w razie skorzystania z tego prawa, wyznaczyć także przewodniczącego tegoż zgromadzenia (art. 399 § 3 zdanie drugie k.s.h.). Wyznaczenie w tym trybie przewodniczącego nadzwyczajnego WZA wynika więc bezpośrednio z uprawnienia akcjonariusza dominującego do zwołania WZA. Skoro zaś – jak zostało wyżej ustalone – akcjonariusz zachowuje to uprawnienie pomimo zastosowania wobec niego sankcji pozbawienia prawa głosu z akcji, to należy przyjąć, że w jego dyspozycji pozostaje także element „pochodny” tego uprawnienia, czyli możliwość wyznaczenia

⁵¹⁸ Zob. szerzej D. Opalska, *Obowiązek zarządu zwołania i współdziałania przy zwołaniu Zgromadzeń Wspólników (Walnych Zgromadzeń)*, Pr. Spółek 2011, Nr 7-8, s. 30-31.

⁵¹⁹ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 164-165.

⁵²⁰ Statut może przyznawać owo uprawnienie również akcjonariuszowi reprezentującemu mniej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego spółki (art. 400 § 1 *in fine* k.s.h.).

przewodniczącego nadzwyczajnego WZA. Wprawdzie, w świetle ogólnych reguł przewidzianych w art. 409 § 1 k.s.h., przewodniczącego WZA wybiera się w trybie uchwały (nad którą akcjonariusz pozbawiony prawa głosu nie mógłby naturalnie głosować), ale kiedy akcjonariusz samodzielnie zwołuje WZA w trybie art. 399 § 3 k.s.h., to, zważywszy na to, że tryb ten ma charakter szczególny w stosunku do wspomnianej regulacji art. 409 § 1 k.s.h., uznać trzeba, że wyłączona zostaje ogólna zasada wyboru przewodniczącego WZA w trybie uchwały, a zastępuje ją w tym zakresie oświadczenie woli akcjonariusza, który zwołał nadzwyczajne WZA – chociażby był pozbawiony prawa głosu z akcji (art. 399 § 3 zdanie drugie k.s.h.). Co więcej, nic nie stoi na przeszkodzie, aby akcjonariusz korzystający z analizowanego uprawnienia wyznaczył siebie samego na przewodniczącego WZA. Jak zostało już wyjaśnione, niezależnie od zastosowania wobec niego sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, może on bowiem uczestniczyć w WZA, a tym samym pełnić funkcję jego przewodniczącego.⁵²¹

3.5.3.4. Prawo do zaskarżania uchwał WZA spółki publicznej

Pośród typowych uprawnień korporacyjnych akcjonariusza znajduje się prawo do kwestionowania uchwał podjętych przez WZA. Uważa się je za jedno z najważniejszych bezwzględnych instrumentów ochrony interesów udziałowca spółki kapitałowej.⁵²² Prawo to może być realizowane przez akcjonariusza w dwóch trybach przewidzianych przepisami kodeksu spółek handlowych – w zależności od powodów wadliwości danej uchwały. Po pierwsze, w trybie powództwa o uchylenie uchwały zgodnie z art. 422 § 1 k.s.h. oraz, po drugie, w trybie powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały na podstawie art. 425 § 1 k.s.h.⁵²³ Asumpt do wytoczenia pierwszego z tych powództw daje sprzeczność danej uchwały ze statutem bądź dobrymi obyczajami oraz godzenie w interes spółki lub istnienie celu w

⁵²¹ Podobnie *Ibidem*, s. 166.

⁵²² W szczególności zaś prawo do zaskarżania uchwał zgromadzenia udziałowców spółki kapitałowej uznaje się za środek służący ochronie praw (interesów) mniejszości – zob. szerzej W. J. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych (II)*, PPH 2002, Nr 4, s. 23, a także J. Okolski, D. Wajda, *op. cit.*, s. 6.

⁵²³ Szerzej nt. skarg o uchylenie lub o stwierdzenie nieważności uchwały WZA zob. np. A. Gierat, *Zaskarżanie uchwał walnych zgromadzeń spółek kapitałowych w przepisach kodeksu spółek handlowych*, Pr. Spółek 2001, Nr 11-12, s. 127 i nast.; R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 205 i nast.; a także S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B*, Warszawa 2010, s. 591 i nast. wraz z przywołaną literaturą, a także A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Komentarz do art. 301-633 k.s.h.*, Warszawa 2017, s. 764-800 i 806-825; A. Koch, *Charakter sankcji wobec sprzecznych z prawem uchwał spółek kapitałowych*, PPH 2007, Nr 2, s. 4 i nast.;

postaci pokrzywdzenia akcjonariusza. Z kolei przesłanką wytoczenia drugiego z wymienionych powództw jest sprzeczność zaskarżanej uchwały z ustawą.⁵²⁴

Zarówno w przypadku kwestionowania uchwały WZA w trybie art. 422 § 1 k.s.h., jak i w trybie art. 425 § 1 k.s.h., akcjonariusz jest legitymowany do wytoczenia odpowiedniego powództwa, o ile zaistnieją ściśle określone okoliczności, to jest: 1) jeśli głosował przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądał zaprotokołowania swego sprzeciwu, przy czym wymóg głosowania nie dotyczy akcjonariusza akcji niemej; lub 2) jeśli został bezzasadnie niedopuszczony do udziału w WZA; lub 3) jeśli WZA zostało wadliwie zwołane lub też powzięto na nim uchwałę nieobjętą porządkiem obrad, chociażby akcjonariusz nie był na WZA obecny (art. 422 § 2 oraz 425 § 1 k.s.h.).⁵²⁵

W związku z powyższym, należy zająć stanowisko, że sankcja pozbawiająca akcjonariusza prawa głosu z akcji częściowo ingeruje także w jego uprawnienie do kwestionowania uchwał WZA spółki publicznej. Akcjonariusz, który na podstawie art. 89 ustawy o ofercie publicznej ma zakaz wykonywania prawa głosu z akcji nie może bowiem głosować nad uchwałą (oddać głosów „za”, „przeciw” lub „wstrzymujących się”)⁵²⁶, a tym samym nie sposób uznać jego legitymacji do zaskarżenia danej uchwały w świetle art. 422 § 2 pkt 2) k.s.h.⁵²⁷ Nie ma wpływu na tę konkluzję zastrzeżenie poczynione w art. 422 § 2 pkt 2) *in fine* k.s.h. przyznające, w drodze wyjątku, legitymację do wytoczenia powództwa akcjonariuszowi akcji niemej – pomimo, że *de iure* nie mógł być on głosować nad uchwałą. Wyłączenie prawa głosu z akcji niemej jest jej szczególną cechą konstrukcyjną (normatywną) i, polegając właśnie na niej, prawodawca wprowadził wskazane zastrzeżenie z myślą tylko o akcjonariuszu akcji niemej.⁵²⁸ Natomiast brak możliwości głosowania z akcji dotkniętych sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej stanowi konsekwencję naruszenia przez akcjonariusza obowiązków z rozdziału 4 tej ustawy. Akcjonariusz taki nie może zatem być traktowany analogicznie do akcjonariusza akcji niemej, gdyż oznaczałoby to, paradoksalnie,

⁵²⁴ Szerzej nt. stwierdzenia nieważności uchwały sprzecznej z ustawą zob. rozdział 6 pkt 6.3.1.1.

⁵²⁵ W kontekście legitymacji czynnej do zaskarżania uchwał walnych zgromadzeń spółek akcyjnych zob. np. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Legitymacja czynna na gruncie art. 250 i art. 422 § 2 k.s.h.*, Pr. Spółek 2007, Nr 10, s. 30 i nast.

⁵²⁶ Chyba, że sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej obejmuje część posiadanych przez akcjonariusza akcji, a tym samym ma on prawo głosu z akcji niedotkniętych tą sankcją, a co za tym idzie może z tych akcji głosować przeciwko uchwale i żądać zgłoszenia sprzeciwu. Celem uproszczenia wyводу, dalsze rozważania poświęcone będą jednak analizie prawa do zaskarżania uchwał WZA przez akcjonariusza, który posiada w spółce publicznej wyłącznie akcje objęte zakazem z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

⁵²⁷ Zob. R. Woźniak, *op. cit.*, s. 32.

⁵²⁸ Zastrzeżenia tego, jako wyjątku, nie można interpretować rozszerzająco. Tak też M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 167.

że w wyniku bezprawnego działania zyskuje on w analizowanej sytuacji taki sam (uprzywilejowany) status korporacyjnoprawny, co akcjonariusz akcji niemej.⁵²⁹

Sankcja pozbawienia prawa głosu z akcji nie ma natomiast wpływu na prawo akcjonariusza do zaskarżania uchwał WZA spółki publicznej w pozostałych sytuacjach, to jest wtedy, kiedy legitymacja do wytoczenia stosownego powództwa przysługuje akcjonariuszowi w związku z jego bezzasadnym niedopuszczeniem do udziału w WZA (art. 422 § 2 pkt 3] k.s.h.), bądź wadliwym zwołaniem WZA lub też powzięciem na nim uchwały nieobjętej porządkiem obrad podczas, gdy akcjonariusz nie był na tym zgromadzeniu obecny (art. 422 § 2 pkt 4] k.s.h.). W tych sytuacjach legitymacja do skorzystania przez akcjonariusza z omawianej kategorii uprawnień korporacyjnych (prawa do zaskarżenia uchwały WZA) nie jest bowiem uwarunkowana głosowaniem nad uchwałą (oddaniem głosu przeciwko uchwale), a tym samym również akcjonariusz *ex lege* pozbawiony prawa głosu może z tych uprawnień skutecznie korzystać.

3.5.3.5. Prawo do informacji dotyczących spółki publicznej (art. 428 Kodeksu spółek handlowych)

Akcjonariuszowi przysługuje prawo do informacji dotyczących spółki – zarówno podczas obrad WZA, jak i poza nim.⁵³⁰ W każdym przypadku z przedmiotowym uprawnieniem korporacyjnym koresponduje obowiązek udzielenia informacji spoczywający na zarządzie spółki. W zależności jednak od tego czy akcjonariusz żąda informacji podczas obrad WZA, czy poza nim – ich uzyskanie od zarządu obwarowane jest innymi przesłankami.

W trakcie obrad WZA akcjonariusz może bowiem domagać się od zarządu informacji dotyczących spółki tylko wtedy, gdy jest to uzasadnione oceną sprawy objętej porządkiem obrad (art. 428 § 1 k.s.h.). Z kolei w przypadku kiedy akcjonariusz żąda od zarządu spółki informacji poza WZA, to może je uzyskać na piśmie, przy czym informacje te, co do zasady, podlegają ujawnieniu w materiałach przedkładanych najbliższemu WZA (art. 428 § 7 k.s.h.).

⁵²⁹ Odmiennie wypowiedział się Sąd Apelacyjny w Białymstoku – zob. postanowienie z dnia 19 lipca 2011 roku, sygn. akt I ACz 749/11, MPH 2011, Nr 2, s. 48-49. Por. także aprobującą to orzeczenie glosę Ł. Gasińskiego, na łamach której autor wnioskuje, że ze względu na potrzebę zapewnienia ochrony interesów majątkowych i korporacyjnych akcjonariusza legitymacja do zaskarżenia uchwały WZA na podstawie art. 422 § 2 pkt 2 k.s.h. przysługuje akcjonariuszowi niezależnie od tego, że utracił możliwość wykonywania prawa głosu w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej – Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia przez akcjonariusza, który utracił możliwość wykonywania prawa głosu na podstawie art. 89 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej*, Glosa 2013, Nr 3, s. 35.

⁵³⁰ W kwestii znaczenia prawa (dostępu) do informacji dla statusu korporacyjnoprawnego udziałowców spółek kapitałowych zob. np. K. Bilewska, A. Bohdanowicz, *Prawo do informacji – fundament statusu prawnego wspólników (akcjonariuszy) spółki kapitałowej*, HUK 2008, Nr 4, s. 447-458.

W uzasadnionych przypadkach zarząd powinien lub też może odmówić udzielenia akcjonariuszowi informacji, bądź też opóźnić ich udzielenie w ten sposób, że przekaze je akcjonariuszowi na piśmie w terminie 2 tygodni od dnia zgłoszenia żądania (choćby ubiegał się o udzielenie informacji podczas obrad WZA).⁵³¹ Warto jednak zwrócić uwagę, że w razie odmowy ujawnienia żądanej informacji podczas obrad WZA, akcjonariusz, który zgłosił sprzeciw do protokołu może, w terminie tygodnia od zakończenia tego zgromadzenia, wystąpić do sądu rejestrowego z wnioskiem o zobowiązanie zarządu do udzielenia požądanej informacji (art. 429 § 1 i § 2 k.s.h.).

W tym miejscu warto także zasygnalizować, że akcjonariuszom spółek akcyjnych, w tym spółek publicznych, przysługuje – poza prawem do informacji, o którym mowa w przepisach art. 428 k.s.h. – szereg innych uprawnień (instrumentów prawnych) stwarzających możliwość pozyskania rozmaitych informacji o spółce, jej kondycji i jej otoczeniu korporacyjnym. W szczególności, w odniesieniu do spółek publicznych dostęp do wyczerpujących informacji na ich temat zapewnia akcjonariuszom (a ściśle rzecz ujmując wszystkim potencjalnym inwestorom na rynku kapitałowym) przede wszystkim specjalny reżim obowiązków informacyjnych spoczywających *ex lege* na tychże spółkach w związku przeprowadzaniem oferty publicznej papierów wartościowych lub dopuszczaniem emitowanych przez nie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym (publikacja prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego, jak również realizacja tzw. stałych obowiązków informacyjnych przez emitentów).⁵³² Ponadto do uprawnień akcjonariuszy umożliwiających im czerpanie wiedzy o spółce i jej funkcjonowaniu należy m.in.: prawo żądania odpisów i przeglądu dokumentacji sporządzonej na okoliczność zwyczajnego WZA (art. 395 § 4 k.s.h.), prawo żądania odpisu listy akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w zbliżającym się WZA oraz przeglądu tejże listy, również w trybie elektronicznym (art. 407 §1 zd. 3 oraz § 1¹ k.s.h.), prawo żądania wniosków w sprawach objętych porządkiem obrad WZA (art. 407 § 2 k.s.h.), prawo żądania odpisu księgi akcyjnej i jej przeglądu (art. 341 § 7 k.s.h.), prawo żądania wydania poświadczonych przez zarząd odpisów uchwał WZA oraz przeglądu księgi protokołów (art. 421 § 3 zd. 2 k.s.h.), prawo żądania informacji od spółki dominującej czy pozostaje ona w relacji dominacji lub

⁵³¹ Zob. art. 428 § 2, § 3 i § 5 k.s.h.

⁵³² Ów specjalny reżim obowiązków informacyjnych spółek publicznych *de facto* „nakłada” się na regulację art. 428 k.s.h. aczkolwiek zdaje się, że teoretycznie – wobec braku stosownych norm derogacyjnych – wcale jej nie uchyla. Jednakże owo „nakładanie” się wymogów publikacyjnych emitentów na przepis art. 428 k.s.h. powoduje, iż z praktycznego punktu widzenia przepis ten traci swój sens na gruncie regulacji spółek publicznych, stając się w istocie rzeczą regulacją „martwą” dla akcjonariuszy tych spółek – zob. A. Chłopecki (w:) K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Pukszo, *op. cit.*, s. 190 oraz 234.

zależności wobec innej spółki prawa handlowego będącej akcjonariuszem spółki, której akcjonariusz występuje z żądaniem (art. 6 § 4 k.s.h.), prawo przeglądania akt rejestrowych spółki złożonych w KRS (art. 10 ust. 1 ustawy z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym⁵³³).⁵³⁴

W kontekście relacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej do prawa do informacji (art. 428 k.s.h.) należy stwierdzić, że skoro jej zastosowanie nie wpływa na prawo akcjonariusza do uczestnictwa w WZA⁵³⁵, to tym bardziej nie wpływa na scharakteryzowane powyżej prawo akcjonariusza do zasięgania informacji dotyczących spółki – czy to podczas obrad WZA, czy to poza nim. Podobnie bowiem jak prawo do udziału w WZA jest samodzielnym i niezależnym od prawa głosu uprawnieniem korporacyjnym akcjonariusza, tak też przewidziane w art. 428 k.s.h. prawo do żądania informacji dotyczących spółki stanowi osobne uprawnienie korporacyjne od prawa głosu z akcji. Na tej samej zasadzie uruchomienie badanej sankcji korporacyjnoprawnej względem akcjonariusza nie wpływa w żaden sposób na inne wymienione wyżej uprawnienia informacyjne, które przysługują akcjonariuszom na mocy poszczególnych regulacji ustawowych. W szczególności zaś, co zresztą wydaje się być oczywiste, aktualizacja omawianej sankcji nie wpływa na możliwość akcjonariusza spółki publicznej czerpania bieżącej wiedzy o niej na podstawie komunikatów publikowanych w ramach realizacji tzw. obowiązków informacyjnych emitentów. Innymi słowy odebranie możliwości wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej (art. 89 ustawy o ofercie publicznej) nie warunkuje w żaden sposób możliwości realizacji przez akcjonariusza uprawnień dotyczących pozyskiwania informacji o stanie tejże spółki lub jej otoczeniu korporacyjnym.⁵³⁶

3.5.3.6. Prawo wyboru rady nadzorczej spółki publicznej w drodze głosowania grupami

Zgodnie z art. 385 § 3 k.s.h. akcjonariusze reprezentujący co najmniej jedną piątą kapitału zakładowego, mogą złożyć wniosek w sprawie wyboru rady nadzorczej przez najbliższe WZA w drodze głosowania oddzielnymi grupami. Procedura ta, w myśl § 5 tego samego artykułu k.s.h. polega na tym, że akcjonariusze reprezentujący na WZA tę część akcji,

⁵³³ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 986 ze zm. Dalej jako „ustawa o KRS”.

⁵³⁴ Szerzej na temat uprawnień informacyjnych akcjonariuszy w spółce akcyjnej zob. M. Bielecki, *Uprawnienia informacyjno – kontrolne akcjonariuszy w spółce akcyjnej*, Pr. Spółek 2004, Nr 1, s. 10 i nast.

⁵³⁵ Zob. szerzej pkt 3.5.3.1. niniejszego rozdziału.

⁵³⁶ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 168.

która przypada z podziału ogólnej liczby reprezentowanych akcji przez liczbę stanowisk w radzie nadzorczej, mogą utworzyć oddzielną grupę w celu wyboru jednego członka rady, przy czym nie biorą udziału przy wyborze pozostałych członków. W głosowaniu nad wyborem rady nadzorczej grupami z każdej akcji przysługuje jeden głos i nie mają zastosowania przywileje ani ograniczenia w tym zakresie, z uwzględnieniem akcji niemych (art. 385 § 9 k.s.h.).

Kompleksowa realizacja analizowanego uprawnienia korporacyjnego związana jest zatem, z jednej strony, z zaangażowaniem kapitałowym (wniosek powinien być poparty przez akcjonariuszy reprezentujących co najmniej jedną piątą kapitału zakładowego), zaś, z drugiej strony, z możliwością głosowania na WZA (wybór członków rady nadzorczej odbywa się w drodze głosowania). W tym kontekście wpływ sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej na wykonywanie omawianego uprawnienia korporacyjnego jest dwójaki. Akcjonariusz obciążony tą sankcją może bowiem wystąpić z wnioskiem w przedmiocie wyboru członków rady nadzorczej przez najbliższe WZA w głosowaniu grupami, gdyż posiadane przez niego akcje – jakkolwiek pozbawione prawa głosu – w dalszym ciągu ucieleśniają odpowiednią część kapitału zakładowego spółki. Nie ma tym samym podstaw, aby nie uwzględniać tych akcji przy ustalaniu wymaganego przez art. 385 § 3 k.s.h. kworum kapitałowego.⁵³⁷ Co więcej, nie ma także przeszkód normatywnych, aby brać te akcje pod uwagę przy tworzeniu danej grupy wyborczej w zgodzie z art. 385 § 5 k.s.h.⁵³⁸ Natomiast, w konsekwencji zastosowania względem danego akcjonariusza zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, nie może on, rzecz jasna, głosować w ramach danej grupy nad uchwałą w sprawie wyboru członka rady nadzorczej – chociażby wystąpił z wnioskiem w tej sprawie i uczestniczył na WZA w danej grupie wyborczej.⁵³⁹

3.5.3.7. Uprawnienia osobiste akcjonariusza

Pośród uprawnień korporacyjnych akcjonariusza spółki publicznej mogą wyróżniać się także uprawnienia o charakterze osobistym, to jest uprawnienia przyznane mu

⁵³⁷ Por. *Ibidem*, s. 169. W kontekście akcji niemych por. M. Michalski, *Akcje nieme według prawa polskiego*, PPH 2004, Nr 7, s. 21 i nast.; zob. także S. Sołtysiński, M. Mataczyński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, op. cit., s. 428-431.

⁵³⁸ Zob. A. Gierat, *Korporacyjne uprawnienia kontrolne wspólników spółek kapitałowych*, Toruń 2010, s. 346.

⁵³⁹ Analogicznie w odniesieniu do akcji niemych zob. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, op. cit., s. 498.

indywidualnie na mocy statutu spółki.⁵⁴⁰ Do uprawnień tego rodzaju należeć mogą, w szczególności, prawo powoływania lub odwoływania członków zarządu, rady nadzorczej lub prawo do otrzymywania oznaczonych świadczeń od spółki (art. 354 § 1 *in fine* k.s.h.).⁵⁴¹ Zgodnie z art. 354 § 2 k.s.h. przyznanie akcjonariuszowi konkretnego uprawnienia osobistego statut może uzależnić od dokonania określonych świadczeń, uływu terminu lub ziszczenia się warunku. Uprawnienia osobiste akcjonariusza są niezbywalne i trwają tak długo, jak długo dana osoba pozostaje akcjonariuszem spółki. Co do zasady, utrata uprawnień osobistych następuje bowiem z chwilą zbycia (umorzenia) wszystkich akcji posiadanych przez akcjonariusza.

Relacja sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej do uprawnień osobistych (korporacyjnych) przyznanych akcjonariuszowi zgodnie z art. 354 § 1 k.s.h. jest, co do zasady, obojętna. Sankcja ta odbiera prawo głosu z akcji, a co za tym idzie może oddziaływać wyłącznie na uprawnienia z tym prawem związane. Uprawnienia osobiste akcjonariusza nie są natomiast uzależnione od wykonywania prawa głosu, lecz ich źródło prawne stanowią konkretne postanowienia statutowe. Owszem, zdarza się, że postanowienia statutu spółki publicznej warunkują realizację osobistych uprawnień akcjonariusza od zachowania określonego pakietu akcji w spółce (np. akcjonariusz może wykonywać przyznane mu uprawnienie osobiste dopóty, dopóki posiada co najmniej 20% akcji w kapitale zakładowym spółki).⁵⁴² Tak uwarunkowane uprawnienia osobiste w dalszym ciągu nie są jednak uzależnione *expressis verbis* od prawa do wykonywania prawa głosu z akcji (czym innym jest przecież posiadanie określonego udziału w kapitale zakładowym, a czym innym prawo do wykonywania określonej liczby głosów z posiadanych akcji spółki). Wyjątkiem na tym tle może być sytuacja, w której postanowienia statutu spółki publicznej uzależniają realizację danych uprawnień osobistych wyraźnie od prawa akcjonariusza do wykonywania określonej liczby głosów z akcji, wskazując, dajmy na to, iż przyznane indywidualnie oznaczonemu akcjonariuszowi uprawnienie osobiste w postaci prawa do powoływania lub odwoływania jednego członka rady nadzorczej spółki służy mu do czasu wykonywania prawa głosu z akcji

⁵⁴⁰ Zob. art. 354 § 1 k.s.h. Szerzej na temat uprawnień osobistych akcjonariusza w spółce akcyjnej zob. np. *Ibidem*, s. 309 i nast.; a także P. Piniór, *Osobiste uprawnienia wspólników i akcjonariuszy w spółkach kapitałowych*, Pr. Spółek 2010, Nr 2, s. 9 i nast. oraz S. Sołtysiński, M. Mataczyński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 431-445.

⁵⁴¹ Szerzej na temat poszczególnych rodzajów uprawnień osobistych zob. np. S. Sołtysiński, *Osobiste uprawnienia udziałowców w spółkach kapitałowych. Przyczynek do analizy art. 159 i 354 k.s.h.* (w:) A. Całus [et al.], *Studia z prawa prywatnego gospodarczego. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Ireneusza Weissa*, Kraków 2003, s. 278; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 310, a także R. Pabis (w:) Z. Jara (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 1353.

⁵⁴² Por. P. Piniór, *op. cit.*, s. 9 i nast.

spółki w liczbie odpowiadającej co najmniej 10% ogólnej liczby głosów w spółce. W takiej sytuacji sankcja pozbawiająca akcjonariusza prawa głosu z części akcji (art. 89 ust. 1 pkt 1] i 3] ustawy o ofercie publicznej) ingeruje w uprawnienie osobiste akcjonariusza, jeżeli w wyniku jej zastosowania akcjonariuszowi pozostanie prawo do wykonywania prawa głosu z akcji w liczbie dającej mniej niżeli wymagane 10% ogólnej liczby głosów. Oznacza to zarazem, że w opisanej sytuacji sankcja utraty prawa głosu z akcji ma wpływ na uprawnienie osobiste akcjonariusza zawsze wtedy, gdy jej zakres obejmuje prawo głosu ze wszystkich akcji spółki należących do danego akcjonariusza (art. 89 ust. 1 pkt 2] oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej). Gwoli ścisłości warto wyjaśnić, że uwarunkowanie w statucie przyznania osobistego uprawnienia od prawa głosu z akcji nie powinno budzić wątpliwości jurydycznych w obliczu regulacji art. 354 § 2 k.s.h., aczkolwiek, jeśli uprawnienia osobiste przyznane w statucie są uzależnione od ziszczenia się jakiegoś warunku, to, w praktyce, warunek taki polega najczęściej na odwołaniu się do reprezentowanego przez danego akcjonariusza udziału kapitałowego.⁵⁴³ W rezultacie przyjąć należy, że sankcja skutkująca utratą prawa głosu z akcji nie może mieć ujemnego wpływu na indywidualne przywileje akcjonariusza – chociażby miały one za przedmiot sprawy natury korporacyjnoprawnej, które zwykle wymagają legitymowania się prawem głosu z akcji (na przykład wybór członka rady nadzorczej) – chyba, że statut spółki publicznej wyraźnie warunkuje przyznanie określonego w nim uprawnienia osobistego od prawa akcjonariusza do wykonywania prawa głosu z akcji w liczbie zapewniającej jakiś określony udział w ogólnej liczbie głosów.

W związku z powyższym warto jeszcze zwrócić uwagę na relację sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej do przywileju głosowego z akcji. Czym innym bowiem od uprawnień osobistych przyznanych akcjonariuszowi zgodnie z art. 354 § 1 k.s.h. jest uprzywilejowanie akcji co do głosu, które, w ramach ochrony praw nabytych, obowiązuje w spółkach publicznych po dzień dzisiejszy na podstawie art. 613 § 1 k.s.h. Uprzywilejowanie to, co do zasady, polega przyznaniu (maksymalnie) pięciu głosów jednej akcji i jest ściśle związane z akcją, a nie osobą akcjonariusza. Nie ulega jednak kwestii, że skoro sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej skutkuje zakazem wykonywania prawa głosu z akcji, to, oczywiście, zakaz ten dotyczy wszystkich głosów z akcji, czyli w przypadku akcji uprzywilejowanej co do głosu zarówno pierwszego głosu „standardowo” inkorporowanego w akcji, jak i drugiego „dodatkowego” głosu będącego efektem przywileju.

⁵⁴³ Zob. A. Chłopecki (w:) K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Puksztó, *op. cit.*, s. 169.

3.5.4. Zakaz „wykonywania” prawa głosu a „posiadanie” ogólnej liczby głosów. Znaczenie rozróżnienia

W kontekście analizy zakresu przedmiotowego sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej interesująco jawi się jeszcze jeden problem. Otóż, wątpliwości budzi ewentualny wpływ sankcji (zakazu wykonywania prawa głosu z akcji) na te uprawnienia korporacyjne akcjonariusza, których skuteczna realizacja nie jest uwarunkowana możliwością wykonywania prawa głosu z akcji (głosowania), lecz jej podstawę stanowi kryterium posiadania (reprezentowania) określonego poziomu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Czym innym bowiem zdaje się być „wykonywanie” prawa głosu z akcji, które stanowi przedmiot zakazu sformułowanego w art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a czym innym „posiadanie” procentowego udziału w ogólnej liczbie głosów, które *expressis verbis* determinuje możliwość realizacji niektórych uprawnień korporacyjnych (mających swoje źródło normatywne w przepisach ustawy o ofercie publicznej). Rozróżnienia tego nie powinno się zresztą traktować jako przypadku. Skoro bowiem normodawca tworzy prawo w sposób z założenia racjonalny, to fakt, iż w obrębie powiązanych ze sobą regulacji posługuje się różnymi pojęciami nie może być przejawem jego niekonsekwencji legislacyjnej, lecz zamierzonym zabiegiem.

Przed wszystkim, ściśle literalna wykładnia prowadzi do wniosku, że zasygnalizowane rozróżnienie ma istotne prawnie znaczenie z punktu widzenia (braku) relacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej do uprawnień korporacyjnych związanych z posiadaniem danego udziału w ogólnej liczbie głosów. Polegając na regułach literalnej wykładni, można uznać, że skoro zakaz będący przedmiotem tej sankcji odnosi się wyraźnie do wykonywania prawa głosu, to nie dotyczy on materii posiadania ogólnej liczby głosów, a co za tym idzie zastosowanie tego zakazu nie może mieć wpływu na uprawnienia korporacyjne determinowane tym kryterium. Przeciwna interpretacja powodowałaby rozszerzające, a przeto niedozwolone zastosowanie zasięgu badanej sankcji.

Odpowiedni kierunek rozstrzygnięcia omawianego problemu potwierdza także funkcjonalna konfrontacja sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej z pojęciem ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji oznacza wprawdzie penalne pozbawienie akcjonariusza prawa głosu inkorporowanego w akcjach objętych tym zakazem, ale w myśl definicji pojęcia ogólnej liczby głosów z art. 4 pkt 17) ustawy o ofercie publicznej przy obliczaniu ogólnej liczby głosów należy brać pod uwagę sumę głosów przypadających na wszystkie akcje wyemitowane przez spółkę publiczną,

choćby w konkretnych okolicznościach akcjonariusz nie mógł wykonywać prawa głosu z poszczególnych akcji.⁵⁴⁴ Dotyczy to także przypadku szacowania procentowego udziału akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów w oparciu o akcje objęte zakazem z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Ogólna liczba głosów stanowi bowiem uniwersalne kryterium, do którego odwołują się wszystkie regulacje rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej w kontekście stanu zaangażowania akcjonariusza w spółce publicznej (w przeciwieństwie do regulacji k.s.h., które, w odniesieniu do „zwykłych” spółek akcyjnych, posługują się najczęściej kryterium kapitału zakładowego).⁵⁴⁵ W rezultacie, przyjęć należy, że skoro do ogólnej liczby głosów w spółce giełdowej zalicza się głosy przypadające na wszystkie jej akcje, w tym też głosy przypadające na akcje, z których dany akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu, to na potrzebę obliczenia procentowego zaangażowania tego akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów nie można tych głosów pominąć. Głosy z akcji objętych zakazem z art. 89 ustawy o ofercie publicznej winny być zatem wzięte pod uwagę przy ustalaniu podstawy legitymacyjnej akcjonariusza do realizacji uprawnienia korporacyjnego, jeżeli takowa uzależniona jest od posiadania określonego poziomu ogólnej liczby głosów.

3.5.4.1. Prawo żądania powołania biegłego do spraw szczególnych (art. 84 ustawy o ofercie publicznej)

Powyższe rozważania odnoszą się, w szczególności, do prawa zgłoszenia wniosku o podjęcie przez WZA uchwały w sprawie powołania biegłego rewidenta do spraw szczególnych (art. 84 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej). Owo uprawnienie korporacyjne przysługuje akcjonariuszowi (akcjonariuszom) posiadającemu co najmniej 5% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej.⁵⁴⁶ W celu jego realizacji akcjonariusz może żądać zwołania nadzwyczajnego WZA lub umieszczenia w porządku jego obrad sprawy podjęcia stosownej uchwały. Analizowane uprawnienie modyfikuje więc w tym zakresie ogólną regulację art. 400 § 1 k.s.h. przewidującą prawo akcjonariusza (akcjonariuszy) do żądania zwołania nadzwyczajnego WZA oraz umieszczenia poszczególnych spraw w porządku obrad, jeżeli reprezentuje on co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego.⁵⁴⁷

⁵⁴⁴ Zob. T. Sójka (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 146.

⁵⁴⁵ Por. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 542.

⁵⁴⁶ Zob. K. Bilewska (red.), M. Warzecha, A. Kamińska, M. Sękowska, *Spory korporacyjne. Przewodnik*, Warszawa 2012, s. 24.

⁵⁴⁷ Zob. szerzej, M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 542-543.

Akcjonariusz, wobec którego obowiązuje sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej może zatem wystąpić w wnioskiem o podjęcie uchwały, o której mowa w art. 84 ust. 1 tej ustawy, a w związku z tym żądać zwołania nadzwyczajnego WZA i umieszczenia w porządku jego obrad sprawy podjęcia tej uchwały. Pomimo bowiem tego, że należące do akcjonariusza akcje pozbawione są możliwości wykonywania prawa głosu, to głosy w nich inkorporowane należy uwzględnić przy ustalaniu legitymacji akcjonariusza do wystąpienia z przedmiotowym wnioskiem (oszacowaniu jego procentowego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej). Akcjonariusz może, rzecz jasna, uczestniczyć w zwołanym w tym trybie nadzwyczajnym WZA. Natomiast nie ma wątpliwości co do tego, że akcjonariusz pozbawiony możliwości głosowania z akcji nabytych wbrew regulacjom rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej nie może z nich głosować nad uchwałą w sprawie powołania biegłego rewidenta do spraw szczególnych. Reasumując, zastosowanie sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie odbiera akcjonariuszowi szansy wystąpienia z inicjatywą w zakresie powołania biegłego rewidenta do spraw szczególnych, ale pozbawia go możliwości końcowej realizacji tego uprawnienia na etapie ostatecznego głosowania nad wyborem oznaczonego specjalisty.

3.5.5. Proporcjonalność sankcji

Wszelkie naruszenia regulacji przewidzianych w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej niosą za sobą poważne zagrożenie dla bezpieczeństwa obrotu znacznymi ilościami akcji na rynku giełdowym. Dlatego, w celu, z jednej strony, dyscyplinowania uczestników obrotu do prawidłowego wykonywania obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, a, z drugiej strony, penalizowania przypadków ich nieprzestrzegania, konieczne jest istnienie odpowiedniego systemu sankcyjnego. W myśl źródłowych regulacji rynku kapitałowego Unii Europejskiej system taki powinien być wdrożony przez państwa członkowskie zgodnie z prawem krajowym, przy czym wszelkie przewidziane środki mają być skuteczne, proporcjonalne i odstraszające.⁵⁴⁸ Jednocześnie, w świetle znowelizowanej w 2013 r. dyrektywy o przejrzystości sankcja w postaci „zawieszenia wykonywania praw głosu z akcji” mogłaby mieć zastosowanie (w odniesieniu do uchybień obowiązków notyfikacyjnych) wyłącznie w przypadkach najpoważniejszych naruszeń (ang. *most serious breaches*).⁵⁴⁹

⁵⁴⁸ Zob. art. 17 dyrektywy ws. ofert przejęcia oraz art. 28 dyrektywy o przejrzystości.

⁵⁴⁹ Zob. art. 28b ust. 2 dyrektywy o przejrzystości, który został wprowadzony na mocy dyrektywy 2013/50/UE.

W tym kontekście szczególnie frapująco przedstawia się problem proporcjonalności analizowanej sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Biorąc bowiem pod uwagę jej daleko idący zasięg przedmiotowy przy jednoczesnej jej bezwzględności, a także możliwość KNF równoległego nałożenia na akcjonariusza dotkliwych kar administracyjnoprawnych o charakterze finansowym, skala rzeczywistej dolegliwości sankcji jest bardzo poważna – w porównaniu do rangi naruszeń, które stoją u podstaw jej zastosowania. Akcjonariusz, który dopuszcza się zaniechania notyfikacji swego stanu posiadania akcji czy przekracza, choćby symbolicznie, ustalony ogólnie (ustawowo) próg udziału w liczbie głosów w spółce bez przeprowadzenia procedury wezwania na akcje – zostaje przecież ukarany *ex lege* swoistym „wywłaszczeniem” z przysługującego mu prawa podmiotowego w postaci prawa głosu z części lub, w skrajnym przypadku, ze wszystkich należących do niego akcji spółki giełdowej. Zastosowanie analizowanej sankcji może w praktyce prowadzić do kuriozalnej ekonomicznie sytuacji, w której akcjonariusz reprezentujący (posiadający) znaczną większość kapitału spółki publicznej zostaje pozbawiony podstawowego instrumentu oddziaływania na organizację i funkcjonowanie *de facto* „swojej” korporacji. Tak dotkliwa w skutkach sankcja nie jest zresztą w żaden sposób dostosowana do wagi naruszenia ani okoliczności danego stanu faktycznego – *de lege lata* brak bowiem w tej materii jakiegokolwiek alternatywnej sankcji bądź, co najmniej, możliwości określenia *ad casum* skali sankcji.⁵⁵⁰ W rezultacie nie sposób bez cienia wątpliwości zaaprobować jurystycznej proporcjonalności analizowanego mechanizmu sanacyjnego, którą postulują przepisy prawa unijnego.

Ponadto, należy zwrócić uwagę na to, że ze względu, przede wszystkim, na administracyjnoprawny charakter regulacji, którym poddano obrót znacznymi pakietami akcji (obowiązki notyfikacyjne-informacyjne, obowiązki w zakresie wezwań na akcje)⁵⁵¹, również mechanizmy dyscyplinujące przypadki nieprzestrzegania tych regulacji powinny mieć postać administracyjnoprawną, w tym, w szczególności, polegać na karach pieniężnych, zgodnie z przepisami art. 97 ustawy o ofercie publicznej. Na taką zresztą zależność wskazują źródłowe regulacje unijne, które mówią *expressis verbis* wyłącznie o ustanawianiu przez prawodawców państw członkowskich „środków i kar administracyjnych (...) w przypadku naruszeń przepisów prawa krajowego przyjętych w celu transpozycji niniejszej dyrektywy”.⁵⁵² Inne niż administracyjnoprawne sankcje mogłyby ewentualnie stanowić odpowiedzialność cywilnoprawną *sensu stricto*, czyli odpowiedzialność odszkodowawcza związana ze szkodą

⁵⁵⁰ Por. R. Woźniak, *op. cit.*, s. 29.

⁵⁵¹ Por. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 3-4 oraz 263.

⁵⁵² Zob. art. 17 dyrektywy ws. ofert przejęcia oraz art. 28 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości.

powstałą w wyniku naruszenia regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, lub, w skrajnych przypadkach, odpowiedzialność karna.⁵⁵³ *De lege lata* taka sytuacja ma miejsce w przypadku naruszeń obowiązków informacyjnych emitentów (w zakresie publikacji prospektu emisyjnego czy udostępniania informacji poufnych, bieżących lub okresowych), gdzie, odpowiednio, odpowiedzialność odszkodowawczą przewiduje art. 98 ustawy o ofercie publicznej, zaś odpowiedzialność karną poszczególne przepisy rozdziału 9 ustawy o ofercie publicznej.⁵⁵⁴ Analogiczne rozwiązanie systematyki sankcji także w odniesieniu do naruszeń powinności w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych byłoby na pewno przejrzyste oraz skuteczne, odstrasżające i proporcjonalne w rozumieniu dyrektyw prawa unijnego – czego nie można jednoznacznie powiedzieć o mechanizmie sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

3.6. Sankcja pozbawienia prawa głosu z akcji na tle innych niż ustawa o ofercie publicznej regulacji

Sankcję w postaci utraty prawa głosu z akcji przewiduje nie tylko ustawa o ofercie publicznej, lecz również ustawy szczegółowe takie, jak prawo bankowe, ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, ustawa o funduszach inwestycyjnych, czy ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. W każdej z tych czterech ustaw, w sposób analogiczny, zakaz wykonywania prawa głosu został związany z naruszeniem przez akcjonariusza wymogów w zakresie nabywania znacznego pakietu akcji, odpowiednio, banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy domu maklerskiego. Akcjonariusz podlega bowiem zakazowi wykonywania prawa głosu z akcji takiego podmiotu w przypadku, gdy dokonuje ich nabycia lub objęcia bez uprzedniego zawiadomienia KNF albo pomimo sprzeciwu zgłoszonego przez KNF, albo przed upływem terminu na zgłoszenie tego sprzeciwu przez KNF, albo po wyznaczonym przez KNF terminie.⁵⁵⁵ W odróżnieniu od regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej sankcja wprowadzona w wymienionych ustawach szczegółowych obejmuje jednak tylko i wyłącznie pulę akcji nabytych wbrew obowiązującym wymogom – nie zaś wszystkie akcje należące do akcjonariusza, który

⁵⁵³ Por. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 72.

⁵⁵⁴ Szerzej na temat zakresu odpowiedzialności za naruszenie obowiązków informacyjnych spółek publicznych zob. np. R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 179 i nast.

⁵⁵⁵ Zob. art. 251 prawa bankowego, art. 94 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 541 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 1061 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

dopuszczył się nieprawidłowości.⁵⁵⁶ W przeciwieństwie też do regulacji ogólnej, przyjętej na gruncie ustawy o ofercie publicznej, przepisy ustaw szczegółowych dopuszczają *expressis verbis* możliwość następczego uchylenia sankcji – w drodze odpowiedniej decyzji KNF.⁵⁵⁷ Jeszcze inną wartą odnotowania różnicą pomiędzy konstrukcją jurydyczną sankcji przyjętą w ustawie o ofercie publicznej, a kształtem sankcji w regulacjach szczegółowych jest kwestia wyraźnego rozstrzygnięcia, na tle tych ostatnich, skutków prawnych głosowania przez akcjonariusza nad uchwałami WZA – wbrew obowiązującej go sankcji. Mianowicie, uchwały WZA banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy domu maklerskiego podjęte z udziałem głosów z akcji objętych omawianą sankcją są nieważne, chyba, że spełniają wymogi kworum oraz większości głosów oddanych bez uwzględnienia głosów wadliwych.⁵⁵⁸ Analogicznego rozwiązania w przepisach art. 89 ustawy o ofercie publicznej brakuje.

Resumując, należy więc, z jednej strony, zwrócić uwagę, że kształt sankcji (zakazu wykonywania prawa głosu z akcji) na gruncie regulacji ustaw szczegółowych przedstawia się w nieco bardziej liberalny sposób. Z drugiej strony, jak zostało wskazane już w początkowych fragmentach niniejszej pracy, unormowania (a także sankcje) odnoszące się do obrotu znacznymi pakietami akcji banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy domu maklerskiego stosuje się niezależnie od tego czy taki podmiot funkcjonuje w postaci spółki publicznej, czy nie, ale kiedy tak jest, to stanowią one swoiste uzupełnienie dla podstawowych w tej materii regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej.⁵⁵⁹ W tym kontekście, kształt normatywny sankcji pozbawienia prawa głosu z akcji przyjęty w ustawach szczegółowych powinien być jednakowoż brany pod uwagę przy wykładni i stosowaniu przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

3.7. Postulaty *de lege ferenda*

⁵⁵⁶ Por. w kontekście sankcji z art. 106l ustawy o obrocie instrumentami finansowymi P. Wajda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 1103-1105.

⁵⁵⁷ Zob. odpowiednio art. 25m prawa bankowego, art. 95 i art. 96 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 54m ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 106m ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

⁵⁵⁸ Zob. art. 25l ust. 3 prawa bankowego, art. 94 ust. 4 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 54l ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 106l ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

⁵⁵⁹ Por. pkt 1.1. rozprawy.

Biorąc pod uwagę omówioną wyżej charakterystykę normatywną sankcji korporacyjnoprawnej w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich akcji spółki giełdowej, a także liczne kontrowersje jakie budzi interpretacja przepisów stanowiących o jej treści czy zasięgu, pożyteczne wydaje się rozważenie wprowadzenia kilku punktowych zmian w obowiązującej *de lege lata* regulacji ustawowej. Poniżej przedstawione zostaną zatem propozycje *de lege ferenda* mające na celu zoptymalizowanie regulacji badanej sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej pod kątem zarówno funkcjonalnym, jak i systemowym – tak, aby jej specyfika normatywna nie budziła w dalszym ciągu wątpliwości na tle np. zasady proporcjonalności czy konstytucyjnej dyrektywy ochrony praw słuszenie nabytych.

Po pierwsze, tak szybko jak to możliwe sprecyzowana powinna zostać kwestia czasu trwania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, ponieważ regulacja *de lege lata* milczy na ten temat, prowokując daleko idące wątpliwości interpretacyjne na tym tle.⁵⁶⁰ Osobiście stoję na stanowisku, że analizowana sankcja jest ograniczona w czasie – do momentu sanacji stanu naruszenia, w wyniku którego została uruchomiona. Przyjęcie *a contrario* koncepcji, iż raz uruchomiony zakaz wykonywania prawa z akcji spółki publicznej jest nieodwołalny (utrzymuje się bezterminowo względem danego akcjonariusza) byłoby absolutnie nie do pogodzenia z funkcją motywacyjną analizowanej sankcji (jej ujemne konsekwencje korporacyjnoprawne powinny dopingować akcjonariusza do naprawienia stanu naruszenia poprzez wykonanie obowiązku), a także z zasadą proporcjonalności, w szczególności, w sytuacji kiedy akcjonariusz – nabywca znacznego pakietu akcji, który uchybił któremuś z obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej naprawia swój błąd i, wprawdzie później niż powinien, ale jednak zadośćuczynia naruszonym wcześniej wymogom. Nie ma bowiem żadnego uzasadnienia ekonomicznego w permanentnym utrzymywaniu penalnego stanu „ubezgleśnienia” akcji skoro obowiązek zostaje w końcu przez akcjonariusza wykonany, a tym samym cel stanowiący *ratio legis* regulacji zostaje osiągnięty, tj. pozostali akcjonariusze uzyskują informacje odnośnie do zmiany stanu posiadania lub otrzymują wezwanie do zbycia lub zamiany należących do nich akcji. Innymi słowy nie powinno ulegać kwestii, że sankcja w postaci utraty prawa głosu z akcji staje się bezprzedmiotowa w chwili zadośćuczynienia obowiązkowi, którego naruszenie stanęło u podstaw jej aktualizacji. W związku z powyższym, w celu potwierdzenia tego stanowiska *expressis verbis* na gruncie ustawy o ofercie publicznej, prawodawca powinien uzupełnić art. 89 tejże ustawy o wyraźne

⁵⁶⁰ Zob. pkt 3.4. rozprawy wraz z przywołaną tam literaturą.

unormowanie stanowiące, że zakaz wykonywania prawa głosu z akcji obowiązuje do momentu ostatecznego wywiązania się nabywcy znacznego pakietu akcji z naruszonych obowiązków.⁵⁶¹ Dzięki takiej stosunkowo drobnej zmianie legislacyjnej regulacja sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej zostałaby *de lege ferenda* zdefiniowana czasowo i nie wymagałaby posiłkowania się w tym zakresie metodami wykładni systemowej lub funkcjonalnej w celu jej prawidłowego stosowania w praktyce (wyłączenia jej zastosowania w razie następczego wykonania pierwotnie naruszonego obowiązku nabywcy znacznej ilości akcji).

Po drugie, postulować należy *de lege ferenda* nowelizację przepisu art. 89 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej, w świetle którego obecnie, jak zostało wyżej wyjaśnione, sankcja polegająca na odebraniu prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej należących do nabywcy znacznego pakietu akcji, który dopuścił się uchybień obowiązków związanych z ogłaszaniem wezwań na akcje tej spółki obejmuje swoim zasięgiem nie tylko tegoż nabywcę akcji, ale *ex lege* rozciąga się również na podmioty od niego zależne, które pozostają w posiadaniu akcji tej spółki publicznej. Przepis ten cechuje odnotowana wyżej nadmierna restryktywność, która przejawia się, w szczególności, tym, że zastosowanie wobec podmiotu zależnego sankcji „wywłaszczającej” z fundamentalnego prawa korporacyjnego, jakim jest prawo głosu z akcji – *notabene* w jej najszerszym wymiarze (utrata prawa głosu ze wszystkich akcji) – polega tylko i wyłącznie na formalnym założeniu istnienia relacji dominacji i zależności, natomiast nie pozostawia podmiotowi zależnemu żadnej furtki prawnej umożliwiającej wykazanie, iż w rzeczywistości (w znaczeniu materialnym) ów podmiot prowadzi całkowicie indywidualną politykę w zakresie inwestycji w akcje spółek giełdowych, a co za tym idzie, nie powinien ponosić ujemnych konsekwencji za dokonane naruszenie obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje danej spółki giełdowej, którego dopuścił się podmiot nad nim dominujący. W związku z tym, *de lege ferenda* ustawodawca powinien przy okazji najbliższej nowelizacji ustawy o ofercie publicznej zrewidować konstrukcję regulacji art. 89 ust. 2a teże ustawy w ten sposób, aby stwarzała ona podmiotowi zależnemu od nabywcy znacznego pakietu akcji, który naruszył wymogi z art. 73 lub art. 74 ustawy o ofercie publicznej, szansę uchylenia się od dolegliwej konsekwencji korporacyjnoprawnej przewidzianej wobec tegoż nabywcy znacznego pakietu akcji – poprzez udowodnienie, że, pomimo kapitałowego lub personalnego powiązania z tymże nabywcą znacznego pakietu akcji, podmiot zależny faktycznie prowadzi indywidualną politykę inwestowania na rynku

⁵⁶¹ Podobnie R. L. Kwaśnicki, *Spółki publiczne: Sankcja powinna skłaniać do poprawy*, Rzeczpospolita z 22.11.2007 r., s. C7.

giełdowym i nie należy go w tym zakresie postrzegać przez pryzmat podległości temu nabywcy znacznego pakietu akcji. Proponowana *de lege ferenda* konstrukcja mogłaby, na przykład, polegać na odejściu od bezwzględnego zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej wobec podmiotu zależnego na rzecz obciążenia podmiotu zależnego tą sankcją w oparciu o domniemanie istnienia porozumienia pomiędzy nim a dominującym nad nim nabywcą znacznego pakietu akcji spółki publicznej – tak, jak ma to miejsce na gruncie art. 87 ust. 4 pkt 4) ustawy o ofercie publicznej, który rozciąga zakres podmiotowy obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji na podmioty powiązane (a więc także na podmioty zależne uczestniczące w ramach grupy kapitałowej) właśnie na zasadzie domniemania działania w porozumieniu (ang. *acting in concert*), czyli dopuszczając możliwość obalenia tego domniemania w zależności od konkretnych okoliczności faktycznych, których wykazanie spoczywa, rzecz jasna, na danym podmiocie zależnym.

Po trzecie, w końcu, należy *de lege ferenda* wyeliminować z porządku prawnego najsurowszą postać badanej sankcji, czyli zakaz wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej posiadanych przez danego akcjonariusza (art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej), którego zasięg niewątpliwie wykracza poza granice zasady proporcjonalności sankcji do skali naruszenia prawa stanowiącego jej przesłankę. Jak zostało już wyjaśnione, sankcja polegająca na odebraniu *ex lege* prawa głosu ze wszystkich akcji – w następstwie naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje, o którym mowa w art. 73 ust. 1, 2 lub 3, lub art. 74 ust. 1, 2 lub 5 ustawy o ofercie publicznej – obejmuje swym zakresem nie tylko akcje będące przedmiotem transakcji (lub innego zdarzenia), w wyniku której doszło do naruszenia obowiązku w zakresie wezwania, lecz także te akcje, które akcjonariusz nabył wcześniej zgodnie z prawem. Co za tym idzie, w wyniku aktualizacji przedmiotowej postaci sankcji dochodzi do utraty przez akcjonariusza również tej puli praw głosu, które inkorporowane są w części prawidłowo nabytych niegdyś akcji, a więc nie powinny być przedmiotem jakiegokolwiek ingerencji. Sankcja, o której mowa w art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej stanowi zatem drakońskie w swej istocie rozwiązanie, które zdaje się nie do pogodzenia nie tylko z zasadą proporcjonalności, ale również z konstytucyjną zasadą ochrony praw słusznie nabytych. W związku z tym ustawodawca powinien *de lege ferenda* uchylić art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej w jego obecnym brzmieniu, wprowadzając w jego miejsce nowe unormowanie stanowiące, że w razie naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego akcjonariusz traci możliwość wykonywania prawa głosu z tych akcji, które były przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego prowadzącego do

przekroczenia progu ogólnej liczby głosów, z którym związany jest obowiązek, odpowiednio, z art. 73 ust. 1, 2 lub 3, lub 74 ust. 1, 2 lub 5 ustawy o ofercie publicznej. Regulacja taka byłaby z pewnością bliższa postulatowi proporcjonalności, albowiem zapobiegałaby ryzyku odebrania akcjonariuszowi spółki giełdowej prawa podmiotowego – w postaci prawa głosu z akcji – w tym zakresie, w jakim je należycie nabył, umożliwiając jednocześnie w dalszym ciągu „ubezpieczenie” tych spośród należących do niego akcji, które nabył z naruszeniem wymogów ustawowych. Warto jednocześnie zauważyć, że niejako alternatywnie prawodawca bądź którykolwiek z podmiotów ku temu legitymowanych według art. 191 Konstytucji RP mógłby też rozważyć zakwestionowanie konstytucyjności sankcji korporacyjnoprawnej w postaci odebrania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej (art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej) – w zakresie dotyczącym odebrania akcjonariuszowi praw głosu z tej części akcji, które nabył w drodze wcześniejszych transakcji zgodnie z prawem, jako praw chronionych na zasadzie ochrony praw słuszenie nabytych (art. 2 Konstytucji RP) bądź nawet w pełnym zakresie tej regulacji, jako ingerującej w prawo własności wbrew konstytucyjnym zasadom dopuszczalności ograniczeń tego prawa (art. 21 ust. 2, art. 31 ust. 3 oraz art. 64 ust. 2 i 3 Konstytucji RP). W razie bowiem stwierdzenia przez Trybunał Konstytucyjny niezgodności art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej – w zakresie stanowiącym o „wywłaszczeniu” akcjonariusza z prawa głosu ze wszystkich posiadanych przez niego akcji, a więc również z prawa głosu inkorporowanego w akcjach, które mogły być nabyte *lege artis* – z art. 2, art. 21 ust. 2, art. 31 ust. 3 lub art. 64 ust. 2 i 3 Konstytucji RP kwestionowana regulacja sankcji korporacyjnoprawnej utraciłaby swoją moc prawną, co do zasady, z dniem ogłoszenia wyroku przez Trybunał Konstytucyjny (art. 190 ust. 3 Konstytucji RP). Rezultat normatywny uwzględnienia przez Trybunał Konstytucyjny wniosku zarzucającego badanej regulacji niezgodność z Konstytucją RP mógłby zatem okazać się podobny i równie pożyteczny, co rezultat postulowanego *de lege ferenda* uchylecia tejże regulacji.

Rozdział 4. Korporacyjnoprawne sankcje za naruszenie obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych w prawie zagranicznym

4.1. Uwagi ogólne na tle prawa unijnego

Unormowania państw członkowskich UE w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych i przejęć kontroli nad nimi, a także mechanizmy penalizujące przypadki naruszeń tych unormowań stanowią (bądź powinny stanowić) rezultat implementacji źródłowych dyrektyw unijnych, o czym była mowa we wcześniejszych fragmentach pracy.⁵⁶² Z jednej strony, na tle tych unormowań i sankcji można zatem zaobserwować swoistą zbieżność konstrukcyjną – na obszarze całej wspólnoty europejskiej. Stanowi to rezultat procesu harmonizacji porządków prawnych państw członkowskich z wzorcowymi unormowaniami europejskimi – zarówno w sferze stanowienia prawa, jak i jego stosowania w praktyce poprzez tzw. prounijną wykładnię przepisów prawa krajowego, czyli interpretację przepisów prawa krajowego w sposób adekwatny do celów (założeń) przyświecających źródłowym regulacjom prawa unijnego.⁵⁶³ Z drugiej strony, w kontekście systemu sankcji jakie winny mieć zastosowanie w razie uchybienia obowiązkom nabywców znacznych pakietów akcji, prawo unijne pozostawia krajowym legislatorom wyraźną swobodę. W myśl art. 17 dyrektywy ws. ofert przejęcia, a także art. 28 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości do dyspozycji państw członkowskich pozostaje ustanowienie przepisów dotyczących sankcji mających zastosowanie w sytuacji naruszeń regulacji krajowych przyjętych w celu transpozycji tych dyrektyw oraz wprowadzenie takich instrumentów, które zapewnią wykonanie tych sankcji. W każdym razie, jak już wskazano w poprzednim rozdziale pracy, ustanowione sankcje powinny być skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające. Co za tym idzie, przepisy krajowe poszczególnych państw członkowskich UE poświęcone omawianej kategorii sankcji w praktyce różnią się od siebie.

Sankcja w postaci utraty przez akcjonariusza możliwości realizacji prawa głosu (praw udziałowych) z akcji jest wprawdzie znana w zagranicznych porządkach prawnych, ale jej podstawy, treść, zakres przedmiotowy czy sposób zastosowania ustalono odmiennie na gruncie większości z nich. Poniżej, w ramach analizy porównawczoprawnej, omówione zostaną rozwiązania jurydyczne stojące u podstaw tego rodzaju sankcji obowiązujące w

⁵⁶² Zob. np. pkt 1.1., pkt 1.4.2.2. oraz pkt 1.5.4.3.

⁵⁶³ Na temat prounijnej wykładni prawa krajowego zob. szerzej pkt 1.1. niniejszej dysertacji.

prawie niemieckim oraz francuskim. Natomiast, w dalszej kolejności, w celu przedstawienia jeszcze nieco szerszego terytorialnie obrazu porównawczoprawnego, rozważania poświęcone będą problematyce zmian stanu posiadania i możliwości zastosowania analizowanej sankcji korporacyjnoprawnej w prawie amerykańskim.

4.2. Prawo niemieckie

4.2.1. Uwagi ogólne

W niemieckim porządku prawnym problematyka obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych uregulowana została, przede wszystkim, w dwóch ustawach – w ustawie z dnia 26 lipca 1994 r. *Gezets über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG)*⁵⁶⁴ oraz w *WpÜG*. Na łamach tej pierwszej uregulowano obowiązki notyfikacyjne – informacyjne związane z zawiadaniem spółki publicznej oraz niemieckiego organu nadzoru (niem. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) o przekroczeniu znacznych progów zaangażowania w ogólnej liczbie głosów w spółce (3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% oraz 75%).⁵⁶⁵ Z kolei w *WpÜG* unormowano, między innymi, materię przejść kontroli nad spółkami publicznymi i związanych z nimi obowiązkowych wezwań na akcje (obowiązkowych ofert przejęcia – niem. *Pflichtangebote*).⁵⁶⁶ Niezależnie od tego swoistego dualizmu normatywnego w sferze regulacji wymogów dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych w Niemczech, w obu wskazanych ustawach przyjęto, co

⁵⁶⁴ *BGBI*. Jahrgang 1998 Teil I, s. 2708 ze zm. Dalej w skrócie jako „*WpHG*”.

⁵⁶⁵ Zob. § 33 *WpHG*. Szerzej na temat analizowanych obowiązków notyfikacyjnych w prawie niemieckim zob. np. E. Schwark (w:) E. Schwark (red.), H. Beck [et al.], *Kapitalmarktrechts – Kommentar*, München 2004, s. 1214 i nast.; S. F. Oppenhoff, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 313-316; A. Fuchs, *WpHG. Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar, 2. Auflage*, München 2016, komentarz do § 21 *WpHG*, nb. 57-88; P. Buck-Heeb, *Kapitalmarktrecht*, Heidelberg 2017, s. 201-204. Należy także zwrócić uwagę, że z dniem 3 stycznia 2018 r. weszła w życie obszerna nowelizacja *WpHG*, w drodze której niemiecka regulacja normatywna obowiązków notyfikacyjnych związanych ze zmianami stanu posiadania została przeniesiona do § 33 *WpHG* z § 21 *WpHG*.

⁵⁶⁶ Co do zasady według § 35 *WpÜG* oferta przejęcia powinna zostać złożona w razie zamiaru przejęcia kontroli, która z kolei w myśl definicji legalnej zawartej w § 29 *WpÜG* oznacza posiadanie co najmniej 30% ogólnej liczby głosów w przejmowanej spółce giełdowej. Oferta ta powinna być skierowana do wszystkich pozostałych akcjonariuszy spółki będącej obiektem przejęcia. Warto także zwrócić uwagę, że w § 10 *WpÜG* niemiecki prawodawca uregulował procedurę ogłoszenia dobrowolnego publicznego wezwania (niem. *freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot*) polegającego na ofercie mogącej obejmować wszystkie akcje spółki publicznej, nad którą ma zostać przejęta kontrola. Zob. szerzej U. Noack (w:) E. Schwark (red.), H. Beck [et al.], *op. cit.*, s. 1777-1791 oraz 1850-1865; a także P. Buck-Heeb, *op. cit.*, s. 293-297. Odnośnie do obowiązkowej oferty przejęcia w prawie niemieckim por. także T. Kopp, C. von Dryander (w:) G. Apfelbacher, S. Barthelmess, T. Buhl, C. von Dryander (red.), *German Takeover Law: A commentary*, München 2002, s. 316-324 oraz S. F. Oppenhoff, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 336-337.

do zasady w sposób analogiczny, że naruszenia tychże wymogów skutkują nałożeniem na akcjonariusza sankcji w formie zakazu wykonywania praw udziałowych z akcji.⁵⁶⁷

4.2.2. Zakaz wykonywania praw udziałowych z akcji (§ 44 WpHG oraz § 59 WpÜG)

Na podstawie przepisu § 44 ust. 1 zd. 1 WpHG podmiot zobowiązany do realizacji obowiązku notyfikacyjnego (dokonania zawiadomienia o zmianie stanu zaangażowania) traci, w przypadku niedopełnienia tego obowiązku, możliwość wykonywania praw z posiadanych przez siebie akcji (niem. *Rechtsverlust*) – do czasu prawidłowego wywiązania się z naruszonej powinności.⁵⁶⁸ Podobnie w myśl regulacji § 59 WpÜG podmiot, który nie zadośćuczynił obowiązkowi ogłoszenia wezwania na akcje (oferty przejęcia) zgodnie z § 35 WpÜG, zostaje ukarany utratą praw udziałowych z należących do niego akcji przejmowanej spółki publicznej, do czasu prawidłowego wykonania obowiązku.⁵⁶⁹

W porównaniu do polskiej regulacji widać zatem wyraźnie dwie różnice. Z jednej strony sankcja obowiązująca w prawie niemieckim ma jeszcze szerszy zakres przedmiotowy niż jej polski odpowiednik, albowiem polega na utracie wszystkich praw inkorporowanych w akcjach (w tym też praw majątkowych).⁵⁷⁰ Z drugiej strony czasowy zakres obowiązywania zakazu w prawie niemieckim został *expressis verbis* ograniczony – co do zasady do momentu następczego wywiązania się z obowiązku, którego niedopełnienie było podstawą zastosowania sankcji.⁵⁷¹ Reasumując, należy zwrócić uwagę, że jakkolwiek sankcja w prawie

⁵⁶⁷ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 94.

⁵⁶⁸ Zob. S. F. Oppenhoff, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 316-317; S. Widder, *Rechtsnachfolge in Mitteilungspflichten nach § 21 ff. WpHG, § 20 AktG*, NZG 2004, z. 6, s. 277; E. Schwark (w:) E. Schwark (red.), H. Beck [et al.], *op. cit.*, s. 1263-1267; U. Nartowska, *Stimmrechtsmeldepflichten und Rechtsverlust eines Legitimationsaktionärs nach §§ 21 ff. WpHG?*, NZG 2013, z. 4, s. 124-127; J. Schürnbrand (w:) V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, München 2016, komentarz do § 28; H. Fleischer, *Rechtsverlust nach § 28 WpHG und entschuldbarer Rechtsirrtum des Meldepflichtigen*, DB 2009, z. 25, s. 1335-1341; C. Vocke, *Zum Rechtsverlust nach § 28 WpHG bei Verstößen gegen Stimmrechtsmitteilungspflichten*, BB 2009, s. 1600.

⁵⁶⁹ Zob. w szczególności B. Siemers, *Der Rechtsverlust nach § 59 WpÜG. Sanktionsmöglichkeiten bei verletzter Angebotspflicht aus § 35 WpÜG*, Hamburg 2009. Por. także U. Noack (w:) E. Schwark (red.), H. Beck [et al.], *op. cit.*, s. 1928-1934; U. Noack, D. Zetzche (w:) E. Schwark, D. Zimmer (red.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4 Auflage*, München 2010, komentarz do § 59 WpÜG, nb. 7-9; M. Schlitt (w:) W. Goette, M. Habersack (red.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz. §§ 329-410. WpÜG. 4. Auflage*, Tom 6, München 2017, komentarz do § 59 WpÜG, nb. 41-42; H. Tschauener (w:) L. Angerer, S. Geibel, R. Süßmann (red.), *WpÜG. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Auflage*, München 2017, komentarz do § 59 WpÜG, nb. 23-54.

⁵⁷⁰ Zob. szerzej S. F. Oppenhoff, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 337-338; S. Schneider, U. Schneider, *Der Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG bei Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Meltpflichten – zugleich eine Untersuchung zu § 20 Abs. 7 AktG und § 59 WpÜG*, ZIP 2006, z. 11, s. 494-495, a także U. Nartowska, *Rechtsverlust nach § 28 WpHG*, Berlin 2013, s. 26 i nast.

⁵⁷¹ W przypadku umyślności lub ciężkiego zaniedbania przy naruszeniu obowiązków notyfikacyjnych zastosowanie czasowe sankcji jest prolongowane przez okres 6 miesięcy od daty zadośćuczynienia obowiązkowi,

niemieckim ma jeszcze szerszą postać przedmiotową niż sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, to jednak tamtejsza regulacja wyraźnie umożliwia następczą sanację stanu naruszenia, a w efekcie samodzielne cofnięcie negatywnych skutków prawnych zastosowania zakazu wykonywania praw z akcji (uchylenie sankcji). Celem wyeliminowania wątpliwości jakie pojawiają się w tym zakresie na gruncie ustawy o ofercie publicznej, nasz rodzimy prawodawca powinien wziąć przykład z niemieckiego legislatora i *de lege ferenda* rozważyć wprowadzenie analogicznego rozwiązania do przepisów art. 89 tejże ustawy.⁵⁷²

4.3. Prawo francuskie

4.3.1. Uwagi ogólne

Problematykę obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych we Francji regulują przede wszystkim dwa kodeksy, a mianowicie *Code de commerce*⁵⁷³ oraz *Code monétaire et financier*⁵⁷⁴. Jednocześnie *gros* unormowań w tym zakresie jest doprecyzowanych w zasadach ogólnych opracowanych przez francuski organ nadzoru nad rynkiem finansowym – *Règlement général de l'Authorité des marchés financiers*⁵⁷⁵. Obowiązki notyfikacyjne związane ze zmianami stanu posiadania akcji w spółce publicznej określa w szczególności art. L. 233-7 *Code de commerce*, zgodnie z którym przekroczenie $\frac{1}{20}$, $\frac{1}{10}$, $\frac{3}{20}$, $\frac{1}{5}$, $\frac{1}{4}$, $\frac{3}{10}$, $\frac{1}{3}$, $\frac{1}{2}$, $\frac{2}{3}$, $\frac{18}{20}$ lub $\frac{19}{20}$ kapitału zakładowego lub ogólnej liczby głosów w spółce publicznej wymaga zawiadomienia tej spółki oraz *l'AMF*.⁵⁷⁶ Przedmiotowy

chyba, że margines błędu pomiędzy nieprawidłowo zadeklarowaną wielkością udziału w ogólnej liczbie głosów akcjonariusza a faktycznie posiadanym przez niego udziałem w tejże liczbie głosów wynosi mniej niż 10% a zarazem akcjonariusz nigdy wcześniej nie dopuścił się żadnego naruszenia w zakresie obowiązków notyfikacyjnych – zob. § 44 ust. 1 zd. 3 i 4 *WpHG*. Rozwiązanie to ewidentnie dostosowuje skalę dolegliwości sankcji do rzeczywistej wagi naruszenia oraz promuje tych inwestorów, którzy zasadniczo dochowują swych powinności notyfikacyjnych. Świadczy to o uwzględnieniu przez prawodawcę niemieckiego dyrektywy proporcjonalności sankcji grożącej za naruszenie obowiązków w sferze stanu posiadania. Zob. szerzej S. F. Oppenhoff, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 316, a także E. Schwark (w:) E. Schwark, D. Zimmer (red.), *op. cit.*, komentarz do § 28 *WpHG*, nb. 11.

⁵⁷² W kwestii aktualnych wątpliwości dotyczących czasowego charakteru sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej zob. pkt 3.4. rozprawy wraz z przywołaną tam literaturą przedmiotu.

⁵⁷³ *L'ordonnance* n° 2000-912 du 18 septembre 2000 *partie législative*, Le décret n° 2007-431 du 25 mars 2007 *partie réglementaire*, version consolidée au 7 novembre 2018 (dalej jako “*Code de commerce*”).

⁵⁷⁴ *L'ordonnance* n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 *partie législative*, Le décret n° 2005-1007 du 2 août 2005 *partie réglementaire*, version consolidée au 23 novembre 2018 (dalej jako “*Code monétaire et financier*”).

⁵⁷⁵ *Règlement général en vigueur au 29 octobre 2018* – dokument jest dostępny na stronie internetowej *l'Authorité des marchés financiers* (dalej jako „*l'AMF*”) pod adresem: <https://www.amf-france.org/eli/fr/aai/amf/rg/notes/fr.html> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁵⁷⁶ Warto uzupełnić, że w myśl art. L. 233-7 III *Code de commerce* statut spółki publicznej może ustanawiać jeszcze bardziej restrykcyjne progi, których przekroczenie aktualizuje obowiązek notyfikacyjny, przy czym nie mogą być to progi niższe niż równowartość 0,5% kapitału zakładowego lub ogólnej liczby głosów w spółce.

przepis stanowi jednocześnie, że obowiązki notyfikacyjne powstają zarówno w razie zwiększenia, jak i zmniejszenia stanu posiadania (przekroczenia któregokolwiek z wymienionych progów w górę lub w dół).⁵⁷⁷ Z kolei obowiązek ogłoszenia wezwania na akcje (oferty przejęcia) ma w prawie francuskim swoją podstawę w art. L. 433-3 *Code monétaire et financier*, a zarazem jest sprecyzowany przez art. 234-2 *Règlement général de l'AMF*. Przepisy te stanowią, że przekroczenie progu w wysokości $\frac{3}{10}$ (30%) kapitału zakładowego lub ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić, co do zasady, przez złożenie projektu oferty przejęcia (franc. *un projet d'offre publique*) obejmującej wszystkie pozostałe akcje tej spółki.⁵⁷⁸ Naruszenie jakiegokolwiek spośród opisanych wyżej obowiązków skutkuje w prawie francuskim, podobnie jak w prawie polskim, korporacyjnoprawną sankcją pozbawienia akcjonariusza prawa głosu z posiadanych przez niego akcji spółki publicznej.

4.3.2. Sankcja pozbawienia prawa głosu (art. L. 233-14 oraz art. L. 621-14 II *Code de commerce*; art. L. 433-3 I *Code monétaire et financier* oraz art. 234-2 i nast. *Règlement général de l'AMF*)

W myśl art. L. 233-14 *Code de commerce* akcjonariusz, który nie wywiązał się z obowiązków notyfikacyjnych, o których mowa w art. L. 233-7 tego kodeksu, podlega automatycznej sankcji w postaci pozbawienia prawa głosu z pakietu akcji nabytego z naruszeniem tych obowiązków.⁵⁷⁹ Zakaz wykonywania prawa głosu obowiązuje w trakcie każdego WZA i pozostaje w mocy jeszcze przez okres dwóch lat od dnia zadośćuczynienia przez akcjonariusza uchybionym obowiązkom notyfikacyjnym.⁵⁸⁰ Jednocześnie w razie

Szerzej na temat kształtu obowiązków związanych z obrotem znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych w prawie francuskim zob. np. A. Viandier, *OPA-OPE et autres offres publiques*, Paris 2014 oraz M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, *Droit des sociétés*, Paris 2011, s. 764-776.

⁵⁷⁷ „L'information mentionnée à l'alinéa précédent est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils mentionnés par cet alinéa.”

⁵⁷⁸ Obowiązek złożenia projektu oferty przejęcia obejmującej wszystkie akcje w spółce publicznej powstaje w prawie francuskim również w przypadku zwiększenia stanu posiadania o co najmniej 1% kapitału zakładowego lub ogólnej liczby głosów w spółce publicznej w okresie krótszym niż 12 miesięcy przez akcjonariusza, którego dotychczasowy stan posiadania wynosi pomiędzy $\frac{3}{10}$ (30%) a $\frac{1}{2}$ (50%) kapitału zakładowego lub ogólnej liczby głosów w tej spółce. Zob. art. L. 433-3 I *Code monétaire et financier*, a także art. 234-5 *Règlement général de l'AMF*. Por. wyrok francuskiego Sądu Apelacyjnego w Paryżu (franc. *La Cour d'appel de Paris*) z dnia 27 czerwca 2013 r., n° 2012/08248 – treść wyroku dostępna na stronie internetowej pod adresem: <https://www.doctrine.fr/d/CA/Paris/2013/RAE7ACE97B750E291A4A3> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁵⁷⁹ Zob. P. H. Conac, *Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF*, *Revue des sociétés* 2009, Nr 3, s. 477 i nast.

⁵⁸⁰ Zob. decyzję francuskiego Trybunału Konstytucyjnego (franc. *Le Conseil Constitutionnel*) z dnia 28 lutego 2014 r. n° 2013-369 QPC, według której omawiany przepis nie jawi się jako niekonstytucyjny („*Les deux*

całkowitego braku zawiadomienia akcjonariusza o zmianie stanu posiadania zakres zarówno przedmiotowy, jak i czasowy zastosowania sankcji może zostać rozszerzony odpowiednio do wszystkich reprezentowanych przez akcjonariusza głosów na okres maksymalnie pięciu lat. Decyzję w sprawie zastosowania sankcji podejmuje właściwy francuski Sąd Gospodarczy (franc. *Tribunal de Commerce*), realizując ją na wniosek prezesa zarządu spółki publicznej, akcjonariusza lub organu nadzorującego oraz po zapoznaniu się z opinią oskarżyciela publicznego (franc. *le ministère public*).⁵⁸¹ W związku z tak ustanowioną procedurą egzekwowania sankcji utraty prawa głosu z akcji, w prawie francuskim wyklucza się możliwość pozbawienia akcjonariusza prawa głosu z akcji w drodze indywidualnej decyzji organów spółki publicznej, w tym także walnego zgromadzenia akcjonariuszy, co zostało potwierdzone przez francuski Sąd Najwyższy (franc. *La Cour de cassation*) m.in. w wyroku z dnia 10 lutego 2015 r.⁵⁸²

Również w przypadku niewykonania obowiązku polegającego na ogłoszeniu wezwania na akcje (złożeniu projektu oferty przejęcia) w prawie francuskim akcjonariusz podlega sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji.⁵⁸³ Zgodnie z art. L. 433-3 I *in fine Code monétaire et financier* akcjonariusz, który nie zadośćuczynił

premiers alinéas de l'article L. 233-14 du code de commerce (...) sont conformes à la Constitution.”). Treść decyzji dostępna na stronie internetowej pod adresem: <http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/francais/les-decisions/acces-par-date/decisions-depuis-1959/2014/2013-369-qpc/decision-n-2013-369-qpc-du-28-fevrier-2014.140206.html> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁵⁸¹ Zob. art. L. 233-14 *in fine Code de commerce* (“*Le tribunal de commerce dans le ressort duquel la société a son siège social peut, le ministère public entendu, sur demande du président de la société, d'un actionnaire ou de l'Autorité des marchés financiers, prononcer la suspension totale ou partielle, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire qui n'aurait pas procédé aux déclarations prévues à l'article L. 233-7 (...).*”).

⁵⁸² „*Attendu qu'aucun texte n'attribue au bureau de l'assemblée des actionnaires le pouvoir de priver certains d'entre eux de leurs droits de vote au motif qu'ils n'auraient pas satisfait à l'obligation de notifier le franchissement d'un seuil de participation dès lors que l'existence de l'action de concert d'où résulterait cette obligation est contestée*” – zob. wyrok francuskiego Sądu Najwyższego (franc. *La Cour de cassation*) z dnia 10 lutego 2015 r., n° 13-14.778, Recueil Dalloz 2015, Nr 8, s. 430 – pełna treść wyroku dostępna na stronie internetowej pod adresem: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000030239839> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.). Por. także N. Rontchevsky, *Le bureau de l'assemblée n'est pas une juridiction pouvant trancher une contestation quant à l'existence d'une action de concert, qui peut être démontrée, en l'absence d'accord écrit, par un faisceau d'indices graves, précis et concordants*, RTD Com. 2012, Nr 3, s. 590 oraz Y. Paclot, *Confirmation de l'incompétence du bureau de l'assemblée en matière de privation des droits de vote en cas de franchissement de seuil résultant d'une action de concert contestée*, Revue des sociétés 2012, Nr 9, s. 514.

⁵⁸³ Sankcja ta podlega stwierdzeniu przez francuski organ nadzoru nad rynkiem finansowym (*l'AMF*) oraz, podobnie jak ma to miejsce w polskim porządku prawnym, ma charakter podmiotowy, tj. obciąża akcjonariusza, który uchybił obowiązkowi złożenia oferty przejęcia, a nie przedmiotowy, tj. nie „wędruje” za akcjami w razie ich zbycia (nie obciąża ich nabywcy) – „*Cette sanction de plein droit est constatée par l'AMF; (...) Cette sanction a un caractère personnel à l'égard de la personne qui refuse de déposer un projet d'offre publique: en cas de cession des titres, la privation du droit de vote ne frappe pas le cessionnaire.*”. Zob. szerzej M. Storck, J. Lasserre Capdeville (red.), *Code Monétaire et Financier. Commenté*, Dalloz/el. 2018, komentarz do art. L. 433-3 *Code Monétaire et Financier*, pkt VIII.

przedmiotowemu obowiązkowi traci prawo głosu z posiadanych akcji, przy czym zakres zakazu obejmuje akcje stanowiące nadwyżkę powyżej progu, którego przekroczenie wymagało złożenia projektu ofert przejęcia.⁵⁸⁴ W sytuacji zaniechania obowiązku wezwania na akcje w prawie francuskim akcjonariusz nie zostaje więc, z zasady, pozbawiony prawa głosu ze wszystkich posiadanych akcji, ale wyłącznie z tej ich części, która przekracza ustalony próg kontroli ($\frac{3}{10}$ kapitału zakładowego spółki publicznej). Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że *Code monétaire et financier* wyposaża Przewodniczącego *l'AMF* w uprawnienie do wystąpienia z wnioskiem do sądu okręgowego w Paryżu (franc. *le Tribunal de grande instance de Paris*) o wydanie indywidualnego nakazu zadośćuczynienia uchybionemu obowiązkowi lub usunięcia skutków dokonanego naruszenia.⁵⁸⁵ Natomiast niezależnie od powyższego prawo francuskie przewiduje także możliwość unieważnienia przez *l'AMF* naruszeń akcjonariusza w zakresie obowiązków związanych z ochroną inwestorów w obrocie giełdowym – po zapoznaniu się z wyjaśnieniami akcjonariusza – a przeto także uchylenia omawianej sankcji stanowiącej konsekwencję danego uchybienia.⁵⁸⁶

Na tle prawoporównawczym francuska regulacja badanej sankcji korporacyjnoprawnej kształtuje się zatem w znacznie bardziej precyzyjny sposób niż ma to miejsce na gruncie ustawy o ofercie publicznej. Przede wszystkim, podczas gdy nasze unormowania milczą na ten temat, prawo francuskie ogranicza czas zastosowania sankcji (w przypadku naruszeń dotyczących obowiązków notyfikacyjnych), zarazem potwierdzając

⁵⁸⁴ „A défaut d'avoir procédé à ce dépôt, les titres détenus par cette personne au-delà des trois dixièmes ou au-delà de sa détention augmentée de la fraction d'un centième susmentionnée du capital ou des droits de vote sont privés du droit de vote.”

⁵⁸⁵ Zob. art. L. 621-14 III *Code monétaire et financier* (“Le président de l'Autorité des marchés financiers peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui est responsable de la pratique relevée de se conformer aux règlements (...) de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets. La demande est portée devant le président du tribunal de grande instance de Paris qui statue en la forme des référés et dont la décision est exécutoire par provision (...).”). Por. także M. Storck, J. Lasserre Capdeville (red.), *op. cit.*, komentarz do art. L. 621-14 *Code Monétaire et Financier*, pkt III (“Pour briser la résistance de ceux qui refusent de mettre fin à des pratiques illicites ou plus généralement à des manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires, le président de l'AMF peut agir en justice en présentant une demande au président du tribunal de grande instance de Paris, qui statue en la forme des référés et rend une décision exécutoire par provision.”) oraz N. Rontchevsky, *Injonction à une personne physique de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société cotée : réflexions sur le pouvoir d'injonction du juge judiciaire en matière d'offre publique*, RTD Com. 2006, Nr 1, s. 151 – “En l'absence de dépôt d'un projet d'offre obligatoire à la suite du franchissement du seuil, l'autorité de marché ne peut que constater l'application de la privation des droits de vote prévue par l'article L. 433-3, I, du code monétaire et financier (...) Mais le président de l'AMF peut aussi demander au président du Tribunal de grande instance de Paris, statuant en la forme des référés, qu'il soit ordonné à la personne responsable d'un manquement aux dispositions législatives ou réglementaires de se conformer à celles-ci, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets”.

⁵⁸⁶ Zob. art. L. 621-14 II *Code monétaire et financier*.

możliwość naprawienia stanu naruszenia poprzez spóźnione zadośćuczynienie uchybionej powinności. Ponadto, francuskie ustawodawstwo przewiduje, co do zasady, łagodniejszą niż polskie prawo postać sankcji w obliczu zaniechania obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje (złożenia projektu oferty przejęcia), limitując zakres zakazu wyłącznie do praw głosu z tej liczby akcji, która przekracza próg kontroli. W końcu, regulacja francuska – w przeciwieństwie do przepisów ustawy o ofercie publicznej – stanowi o uprawnieniach konkretnych organów lub instytucji w sferze realizacji analizowanej sankcji, co z pewnością znacznie upraszcza proces jej egzekwowania w praktyce. Przy okazji następnej nowelizacji ustawy o ofercie publicznej nasz rodzimy prawodawca mógłby *de lege ferenda* odpowiednio uzupełnić przepisy art. 89 tej ustawy.

4.4. Prawo amerykańskie

4.4.1. Wprowadzenie

Nie ulega kwestii, że wszelka materia związana z rynkiem kapitałowym (obrotem giełdowym) stanowi domenę Stanów Zjednoczonych. Parkiet nowojorskiej giełdy (ang. *New York Stock Exchange – NYSE*) jest nie tylko największym od lat forum obrotu papierami wartościowymi na świecie, ale – co zdaje się nie mniej istotne z ekonomicznego punktu widzenia – również najbardziej rozpoznawalnym we współczesnej kulturze masowej symbolem handlu, instytucji finansowych, szeroko pojętego inwestowania, a nawet kapitalizmu. Znakomita większość z nas myśląc o tych kategoriach widzi przecież oczyma wyobraźni gmach nowojorskiej giełdy zlokalizowany przy słynnej *Wall Street*, której nazwą określa się zresztą potocznie cały amerykański rynek finansowy (nazwą tej słynnej ulicy zatytułowano m.in. kultowy amerykański film Olivera Stone’a z Michaeliem Douglasem w roli głównej, którego fabuła znakomicie ilustruje nieuczciwe praktyki giełdowe na *NYSE*).⁵⁸⁷

Niezależnie jednak od gabarytów czy ogólnoświatowej popularności, amerykański rynek giełdowy cechuje rzeczywiście wysoki poziom rozwoju. Pomimo bowiem powszechnie znanego kryzysu amerykańskiego parkietu – który po dziś dzień symbolizuje bankructwo potężnego banku inwestycyjnego Lehman Brothers z 2008 roku – charakteryzuje się on niezmiennie wysoką efektywnością ekonomiczną oraz płynnością akcji. Także rozproszona struktura akcjonariatu (ang. *free float*) typowa dla spółek publicznych notowanych w Stanach

⁵⁸⁷ O. Stone (reż.), *Wall Street*, 20th Century Fox, USA 1987, [DVD], dystrybucja: Imperial.

Zjednoczonych Ameryki świadczy o wysokiej dojrzałości tamtejszego rynku giełdowego⁵⁸⁸. Ten stan faktyczny powoduje, że w prawie amerykańskim ingerencja normatywna w obrót giełdowy nie jest potrzebna w tak zintensyfikowanym wymiarze, jakiego *de lege lata* wymagają poszczególne dyrektywy europejskie w stosunku do systemów prawnych państw członkowskich UE.⁵⁸⁹ Co za tym idzie, również zakres obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych w USA pozostaje relatywnie wąski w porównaniu do odpowiednich powinności, które mają zastosowanie w naszym porządku prawnym. Obowiązki spoczywające na nabywcach znacznych ilości akcji spółek publicznych w prawie amerykańskim (na poziomie federalnym) normuje bowiem tylko kilka przepisów tzw. *Williams Act*⁵⁹⁰, czyli ustawy z 1968 r., na podstawie której rozszerzono *Securities Exchange Act* z 1934 r.⁵⁹¹ o rozwiązania poświęcone transparentności zmian stanu zaangażowania w spółkach giełdowych oraz przejrzystości ofert zmierzających do przejęcia kontroli nad takimi spółkami.⁵⁹²

4.4.2. Regulacja obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych w tzw. *Williams Act*

4.4.2.1. Powinności informacyjne

Przedmiotem regulacji tzw. *Williams Act* są zasadniczo obowiązki informacyjne. Dotyczą one, z jednej strony, zmian stanu posiadania, a, z drugiej strony, ogłoszenia wezwania na akcje (oferty przejęcia) w spółce publicznej. Odpowiednio, pierwsze z nich uregulowane zostały w art. 13(d) *Williams Act*, zaś drugie w art. 14(d) tego aktu. W każdym razie wskazane regulacje amerykańskie związane są z wymogami mającymi na celu zapewnienie przejrzystości procesów nabywania znacznych pakietów akcji spółek

⁵⁸⁸ Zob. M. Ventrizzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, Texas International Law Journal 2006, t. 41, s. 191.

⁵⁸⁹ Amerykańskie regulacje w sferze rynku giełdowego (papierów wartościowych) mają zasadniczo incydentalny charakter, tzn. ustanowienie większości z nich stanowiło reakcję na zaistniałe w historii tego rynku wydarzenia, jak np. słynny kryzys giełdowy z 1929 roku. Por. w tym kontekście zestawienie poszczególnych aktów prawa giełdowego obowiązujących w Stanach Zjednoczonych wraz z datami ich uchwalenia – T. Bošković, C. Cerruti, M. Noel, *Comparing European and U.S. securities regulations: MiFID versus corresponding U.S. regulations*, Washington 2010, s. 5.

⁵⁹⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 1968 r. (Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454). Potoczne określenie tej ustawy mianem tzw. *Williams Act* pochodzi od nazwiska senatora Kongresu Stanów Zjednoczonych Harrisona Williamsa, który był inicjatorem zmian wprowadzonych na mocy tej ustawy (dalej jako „*Williams Act*”). Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, op. cit., s. 127.

⁵⁹¹ Ustawa z dnia 6 czerwca 1934 r. (Pub. L. No. 73-291, 48 Stat. 881).

⁵⁹² Szerzej nt. zakresu regulacji tzw. *Williams Act* z 1968 r. zob. np. Meredith M. Brown, *The scope of the Williams Act and its 1970 amendments*, The Business Lawyer 1971, t. 26, Nr 5, s. 1637 i nast.

publicznych i przejmowania kontroli nad nimi⁵⁹³, natomiast nie stanowią *de lege lata* o samym obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje (oferty przejęcia) tak, jak ma to miejsce w naszym porządku prawnym.

Na podstawie art. 13(d) *Williams Act* akcjonariusz zobligowany jest do zawiadomienia amerykańskiej komisji nadzoru (ang. *U.S. Securities and Exchange Commission – SEC*) oraz ujawnienia każdej zmiany stanu posiadania, która może prowadzić do przejęcia kontroli nad spółką publiczną począwszy od momentu przekroczenia progu 5% udziału w kapitale zakładowym spółki. Notyfikacja taka powinna być dokonana co do zasady w terminie 10 dni od daty nabycia akcji oraz zawierać szereg stypizowanych informacji dotyczących m.in. identyfikacji akcjonariusza, liczby nabytych walorów, źródeł finansowania transakcji, czy ewentualnych zamiarów nabywcy odnośnie do dalszego zwiększania udziału lub przejęcia kontroli nad spółką.⁵⁹⁴

W myśl natomiast art. 14(d) *Williams Act* inwestor mający zamiar przejąć kontrolę nad spółką publiczną i ogłosić w związku z tym wezwanie na akcje (ofertę przejęcia) nie może przekroczyć progu 5% udziału w kapitale zakładowym takiej spółki w braku uprzedniego opublikowania tego zamiaru oraz przekazania dotychczasowym akcjonariuszom tejże spółki wyczerpujących informacji na temat warunków planowanej oferty przejęcia. Celem przedmiotowego rozwiązania jest zapewnienie drobnym akcjonariuszom maksymalnej przejrzystości adresowanej do nich oferty przejęcia kontroli nad spółką publiczną, a w ten sposób umożliwienie im podjęcia racjonalnej decyzji inwestycyjnej.⁵⁹⁵ Jednocześnie – niejako dla wzmocnienia efektywności omawianej regulacji – art. 14(e) *Williams Act* stanowi *expressis verbis* o bezprawności praktyk polegających na naruszeniu opisanych obowiązków informacyjnych – nieprzekazywaniu wymaganych informacji, przekazywaniu informacji nieprawdziwych, zatajaniu poszczególnych informacji bądź podawaniu informacji wprowadzających w błąd.

4.4.2.2. Brak obowiązku ogłoszenia wezwania

⁵⁹³ „*Williams Act of 1968 (...) deals primarily with information in a takeover context.*” – M. Ventoruzzo, *op. cit.*, s. 185.

⁵⁹⁴ Zob. art. 13(d) ust. (1) lit. (A)-(E) *Williams Act*. Szerzej na temat obowiązków notyfikacyjnych w amerykańskim obrocie giełdowym zob. np. A. Viandier (red.), G. Lekkas, *L’harmonisation du droit des offres publiques et protection de l’investisseur: étude compare des règles en vigueur en France, qu Royaume-Uni et aux États-Unis d’Amérique*, Paris 2001, s. 191 i nast.

⁵⁹⁵ „*section 14(d) of the (Williams) Act provides that anyone intending to launch a tender offer shall publicly disclose this intent and inform investors of the terms and conditions of the offer so that they can make informed decisions about whether or not to accept it.*” – zob. M. Ventoruzzo, *op. cit.* Por. także A. Viandier (red.), G. Lekkas, *op. cit.*, s. 194 i nast.

W scharakteryzowanym wyżej art. 14(d) *Williams Act* prawodawca amerykański nawiązuje do mechanizmu ogłoszenia wezwania na akcje (ang. *tender offer*) w związku z obowiązkami informacyjnymi, które nabywca znacznej ilości akcji ma za zadanie wykonać zmierzając do przejęcia kontroli nad spółką publiczną.⁵⁹⁶ Natomiast ani w tym, ani w żadnym innym przepisie *Williams Act* nie ma mowy *sensu stricto* o obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje w razie (zamiaru) przekroczenia określonego progu zaangażowania (kontroli) w tego rodzaju spółce. Pojęcie wezwania na akcje (ang. *tender offer*) nie zostało zresztą w prawie amerykańskim w żaden sposób zdefiniowane. Wszak *SEC* podjęła kilkakrotnie próbę stypizowania kryteriów kwalifikacji procesu akwizycji dokonywanego na amerykańskim rynku giełdowym jako wezwania na akcje (ang. *tender offer*), lecz mimo to nie sposób mówić o obowiązywaniu jednolitej i wiążącej definicji wezwania na akcje w amerykańskim porządku prawnym.⁵⁹⁷ Co za tym idzie brak w prawie amerykańskim konkretnej regulacji ustawowej stanowiącej podstawę powstania obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje (oferty przejęcia) tak, jak przewiduje to ustawa o ofercie publicznej w art. 73 lub art. 74.⁵⁹⁸

Niemniej jednak prawo amerykańskie określa niektóre zasady przeprowadzania procedury wezwania na akcje – jeżeli takowe zostaje (*de facto* dobrowolnie) ogłoszone przez inwestora zamierzającego przejąć kontrolę nad spółką giełdową. Do uregulowanych przez *Williams Act* zasad zaliczają się, na przykład, reguły dotyczące terminów realizacji oferty przejęcia lub zapłaty godziwej ceny akcjonariuszom przejmowanej spółki.⁵⁹⁹ Ponadto, w prawie amerykańskim (na poziomie stanowym) obowiązuje szereg regulacji poświęconych środkom obrony (ang. *defensive measures*), które menadżerowie spółek publicznych mogą dość swobodnie stosować w obliczu próby tzw. wrogiego przejęcia kontroli.⁶⁰⁰ Te zasadniczo punktowe regulacje determinują oczywiście ramy prawne wezwań na akcje organizowanych na amerykańskiej giełdzie. Mimo to trzeba mieć na uwadze, że mają one jedynie pośredni wpływ na postępowanie inwestora zamierzającego przejąć kontrolę nad spółką publiczną, albowiem – jak już zostało wyjaśnione – w USA podmiot taki może, ale nie musi w tym celu ogłaszać wezwania na akcje.

⁵⁹⁶ Szerzej na temat regulacji wezwania na akcje (ang. *tender offer*) w prawie amerykańskim zob. np. H. S. Bloomenthal, S. Wolff, *Securities Law Handbook*. Volume 1, New York 2018, Chapter 16, nb. 22.

⁵⁹⁷ Zob. szerzej A. Viandier (red.), G. Lekkas, *op. cit.*, s. 24-27 wraz z przywołaną tam literaturą.

⁵⁹⁸ Zob. M. Ventoruzzo, *op. cit.*, s. 190.

⁵⁹⁹ Zob. art. 14(d)(7) oraz 14d-10 *Williams Act*. Por. J. Berick, T. Shropshire, *The EU Takeover Directive in Context: A Comparison to the US Takeover Rules* (w:) P. van Hooghten, *op. cit.*, s. 104-105, a także M. Ventoruzzo, *op. cit.*, s. 190.

⁶⁰⁰ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 186 i nast.

4.4.3. Brak sankcji korporacyjnoprawnej

Ani na gruncie *Williams Act*, ani jakiegokolwiek innego aktu prawa amerykańskiego nie ustanowiono mechanizmu penalizującego naruszenia opisanych wyżej obowiązków w sposób zbliżony do rozwiązania przyjętego w Polsce. W USA nie może być zatem mowy o zastosowaniu wobec inwestora (który naruszył regulacje art. 13(d) lub art. 14(d)-(e) *Williams Act*) sankcji w postaci takiego rodzaju zakazu, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Prawo amerykańskie jako typowy system *common law* nie daje zresztą pola do szerszej wykładni ustawodawstwa niżeli wykładnia *stricte* językowa⁶⁰¹, a co za tym idzie w braku wyraźnej podstawy w prawie stanowionym (w tym przypadku w *Williams Act*) należy kategorycznie odrzucić możliwość uruchomienia sankcji polegającej na pozbawieniu inwestora prawa głosu (lub jakichkolwiek innych praw udziałowych) z akcji chociażby dopuścił się uchybień wyżej wymienionych regulacji.

W tym miejscu warto jednakowoż zasygnalizować, że pomimo również braku wyraźnej podstawy ustawowej, w prawie amerykańskim przyjęło się, że istnieje możliwość pociągnięcia nabywcy znacznego pakietu akcji, który spowodował szkodę dopuszczając się naruszenia obowiązków z art. 13(d) lub art. 14(d) i (e) *Williams Act*, do cywilnoprawnej odpowiedzialności odszkodowawczej, czyli obciążenia go sankcją cywilnoprawną *sensu stricto*. Odpowiedzialność taka ma zastosowanie przede wszystkim w sytuacjach kiedy szkodę wywołało przekazanie fałszywych informacji, zatajanie informacji lub ujawnienie treści wprowadzających błąd (ang. *misleading*) w toku oferty przejęcia.⁶⁰² Przedmiotowa odpowiedzialność wykazuje charakter deliktowy, a legitymację czynną do wystąpienia z

⁶⁰¹ Dominującym współcześnie w Stanach Zjednoczonych nurtem wykładni prawa w jest teoria tzw. nowego tekstualizmu (ang. *the new textualism*), w myśl której ustalając obowiązujące prawo należy koncentrować się na tekście ustawy i nie wychodzić poza jego językowe znaczenie. W szczególności, to co nie zostało określone w prawie stanowionym nie może być dopowiedziane przez podmioty lub instytucje stosujące prawo, ani nawet przez sąd. Zob. szerzej A. Scalia, *Common-Law Courts in Civil-Law System: The Role of United States Federal Courts in Interpreting the Constitution and Laws* (w:) A. Scalia, A. Gutmann (red.) *A matter of Interpretation: Federal Courts and the Law*, Princeton 1997, s. 17 i nast.

⁶⁰² „federal law imposes civil liability on those who provide false or misleading statements in connection with a takeover.” – zob. M. Ventrizzo, *op. cit.*, s. 185. Por. art. 14(e) *Williams Act*, a także § 17 n(e) rozdziału 2B tytułu 15 Kodeksu Stanów Zjednoczonych (ang. *United States Code* – U.S.C.) oraz § 240.14e-8 rozdziału II tytułu 17 Kodeksu Regulacji Federalnych (ang. *Code of Federal Regulations* – C.F.R.). Przepisy obydwu kodeksów dostępne w wersjach elektronicznych, odpowiednio, pod adresami internetowymi: <http://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section78n&num=0&edition=prelim> oraz https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=cc778d766ed85d3a9b8195702037d640&mc=true&node=se17.4.240_114e_68&rgn=div8 (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

roszczeniami posiadają faktyczni beneficjenci wskazanych regulacji, czyli dotychczasowi akcjonariusze spółki, nad którą ma zostać przejęta kontrola.⁶⁰³

4.5. Wnioski porównawczoprawne

Przeprowadzona analiza zagranicznych rozwiązań prawnych w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych, a przede wszystkim sankcji grożących za naruszenie poszczególnych obowiązków w tym zakresie, prowadzi do kilku ważnych wniosków komparatystycznych.

Po pierwsze, omówione wyżej regulacje niemieckie i francuskie – jako pochodne wzorcowych standardów unijnych – wykazują pewne podobieństwa konstrukcyjne, zarówno wzajemnie, jak i w stosunku do unormowań przewidzianych w ustawie o ofercie publicznej. W szczególności tak ustawodawstwo niemieckie, francuskie jak i polskie stanowi o obowiązkach notyfikacyjnych w sferze zmian stanu zaangażowania w spółkach publicznych oraz o obligatoryjnym wymogu ogłoszenia wezwania na akcje (złożenia oferty przejęcia) w obliczu przekroczenia progu kontroli (w obu zachodnioeuropejskich porządkach prawnych próg ten ustalono na poziomie 30% udziału). Każdemu z tych porządków prawnych znana jest także sankcja korporacyjnoprawna stanowiąca konsekwencję naruszenia tych powinności.

Po drugie, pomimo dyrektyw dążących do ujednoczenia prawa na arenie Unii Europejskiej czy to niemieckie, czy francuskie rozwiązania przejawiają jednak szereg odmierności w porównaniu do siebie nawzajem, a także w odniesieniu do regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej. W kontekście zasadniczym z punktu widzenia tematu niniejszej dysertacji, czyli skutków korporacyjnoprawnych uchybienia obowiązkom związanym z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych, należy zwrócić szczególną uwagę na odmierności dotyczące zakresu zastosowania i czasu obowiązywania sankcji oraz metodologii jej egzekwowania. Mianowicie, wyraźnie szerszy niż w prawie polskim jest zakres sankcji w prawie niemieckim (powoduje ona utratę wszelkich praw udziałowych z akcji). Z kolei w prawie francuskim sytuacja jawi się zasadniczo odwrotnie, albowiem sankcja ma bardziej liberalny wymiar, ustanawiając zakaz w odniesieniu jedynie do prawa głosu i rozciągając się tylko na głosy z tych akcji, wobec których akcjonariusz dopuścił się

⁶⁰³ Zob. szerzej M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 128 i nast.

uchybień.⁶⁰⁴ Natomiast regulacje niemieckie oraz francuskie wyróżnia na tle polskich przepisów wyraźne rozstrzygnięcie fundamentalnego w praktyce problemu dotyczącego czasu obowiązywania sankcji korporacyjnoprawnej. Podczas, gdy ustawa o ofercie publicznej całkowicie milczy na ten temat, ustawodawstwo niemieckie i francuskie stanowi *expressis verbis*, że utrata prawa głosu (utrata wszystkich praw udziałowych – w prawie niemieckim) z akcji jest zasadniczo ograniczona w czasie do momentu następczego zadośćuczynienia uchybionym obowiązkom, a co najwyżej trwa przez ściśle określony okres czasu po takim zadośćuczynieniu (tyczy się to przypadków rażących naruszeń). Co za tym idzie ustalenie, że akcjonariusz spółki publicznej może samodzielnie doprowadzić do sanacji stanu naruszenia i tym samym uchylenia wcześniej uruchomionej sankcji jako bezpodstawnej nie wymaga ani w prawie niemieckim, ani francuskim tak złożonych zabiegów interpretacyjnych jakie należy przeprowadzić dokonując wykładni art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁶⁰⁵ Celem wyeliminowania wszelkich wątpliwości na tym tle *de lege ferenda* słuszne byłoby, postulowane już wyżej, wprowadzenie do tego przepisu ustawy o ofercie publicznej wyraźnego postanowienia determinującego zakres czasowy obowiązywania zakazu wykonywania prawa głosu z akcji.

Po trzecie, przeprowadzona analiza porównawczoprawna skłania do wyciągnięcia wniosku, iż regulacja sankcji korporacyjnoprawnej przyjęta w prawie niemieckim i francuskim jest znacznie bardziej precyzyjna niżeli na gruncie naszego polskiego ustawodawstwa. W szczególności rozwiązania francuskiego *Code de commerce* wprowadzające konkretne zasady postępowania i kompetencje dla poszczególnych organów lub instytucji odnośnie do stwierdzenia naruszeń prawa oraz praktycznego egzekwowania sankcji w postaci utraty prawa głosu z akcji wydają się niezwykle pożyteczne. Powinny one stanowić swoiste źródło inspiracji dla polskiego prawodawcy, który w obliczu faktycznie poważnych wątpliwości na tle praktyki stosowania (egzekwowania) sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej mógłby *de lege ferenda* czerpać pomysły z prawa porównawczego.

Po czwarte, zbadanie prawa amerykańskiego pozwala na sformułowanie wniosku, że tamtejsze regulacje w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych zasadniczo różnią się od unormowań obowiązujących w prawie europejskim, a bezpośrednimi przesłankami tych różnic normatywnych są odmienna specyfika rynku giełdowego w Stanach Zjednoczonych oraz jego znacznie większa dojrzałość ekonomiczna. Należy zauważyć, że

⁶⁰⁴ W skrajnym przypadku, o czym była mowa w pkt 4.3.2. powyżej, zasięg sankcji może zostać rozszerzony i obejmować głosy inkorporowane we wszystkich akcjach należących do akcjonariusza, który dokonał naruszenia. Zob. trzeci akapit art. L. 233-14 *Code de commerce*.

⁶⁰⁵ Zob. pkt 3.4. rozprawy.

przepisy *Williams Act* poświęcone są przede wszystkim przejrzystości informacyjnej.⁶⁰⁶ Wprowadzają one szereg szczegółowych obowiązków dotyczących komunikacji nabywcy znacznego pakietu akcji w spółce publicznej z otoczeniem rynkowym. Natomiast brak w prawie amerykańskim regulacji obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje (oferty przejęcia) w postaci znanej naszej ustawie o ofercie publicznej, niemieckiej *WpÜG* lub francuskiemu *Code monétaire et financier* (implementującym standardy unijnej dyrektywy ws. ofert przejęcia).

Po piąte, prawo amerykańskie nie stanowi *expressis verbis* o konsekwencjach prawnych naruszenia obowiązków spoczywających na nabywcach znacznych ilości akcji spółek publicznych. Ścisła wykładnia językowa *Williams Act* nie pozwala na zastosowanie jakiegokolwiek sankcji korporacyjnoprawej, w skutek której akcjonariusz utraciłby prawo głosu bądź inne prawa udziałowe z nabytych (nieprawidłowo) akcji. Natomiast w doktrynie i judykaturze amerykańskiej uznaje się, że uchybienia obowiązkowi określonym w *Williams Act* mogą dawać asumpt do przypisania nabywcy akcji deliktowej odpowiedzialności odszkodowawczej – pomimo nawet braku wyraźnej podstawy ustawowej. W przeciwieństwie do prawa europejskiego odpowiedzialność ta stanowi w USA główny instrument sankcjonowania nieprawidłowości w procesach przejęć kontroli nad spółkami giełdowymi. *De lege ferenda* polski prawodawca powinien rozważyć wprowadzenie do ustawy o ofercie publicznej wyraźnej podstawy prawnej tego rodzaju odpowiedzialności, dzięki czemu akcjonariuszom mniejszościowym polskich spółek giełdowych byłoby łatwiej występować z roszczeniami cywilnoprawnymi ze względu na doznane szkody, które spowodowane zostały (bezprawnym) naruszeniem poszczególnych obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej przez nabywców znacznych pakietów akcji.⁶⁰⁷

⁶⁰⁶ Tak też J. H. Choper, J. C. Coffee, R. J. Gilson (red.), *Cases and materials on corporation*, 7th Edition, New York 2008, s. 1086.

⁶⁰⁷ Art. 98 ustawy o ofercie publicznej przewiduje *expressis verbis* odpowiedzialność odszkodowawczą o charakterze deliktowym w przypadku naruszeń obowiązków informacyjnych emitentów, to jest nieprawidłowości dotyczących tzw. obowiązku prospektowego lub tzw. stałych obowiązków informacyjnych. Zob. szerzej R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 182 i nast.

Rozdział 5. Środki kontroli prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz weryfikacji prawa głosu akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej

5.1. Uwagi ogólne

W dotychczasowych rozdziałach rozprawy omówione zostały regulacje poświęcone obowiązkom nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych, jak również przypadki naruszeń tych obowiązków oraz zakaz wykonywania prawa głosu z akcji stanowiący sankcję korporacyjnoprawną za takowe naruszenia. W celach komparatystycznych opisano także rozwiązania normatywne zastosowane w tym zakresie w zagranicznych porządkach prawnych.

W tym miejscu wszelką uwagę można już zatem skoncentrować na fundamentalnym problemie z punktu widzenia tematu rozprawy, a mianowicie na uzgodnieniu, kto i w jakim trybie ma *de lege lata* prawo rozstrzygać o zastosowaniu sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, czyli dokonywać oceny prawidłowości nabycia przez danego akcjonariusza znacznego pakietu akcji w spółce publicznej a, w razie stwierdzenia naruszenia w tym wymiarze, *de facto* decydować o ograniczeniu lub odebraniu mu możliwości wykonywania prawa głosu na WZA? Rzecz jasna, jak trafnie zauważają D. Gago-Rudnicka i S. Jakszuk, zakaz wykonywania prawa głosu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej następuje *ex lege* w konsekwencji naruszenia wymogów przewidzianych w rozdziale 4 tej ustawy i teoretycznie rzecz biorąc dla jego uruchomienia nie jest konieczne wydanie jakiegokolwiek konstytutywnego orzeczenia lub decyzji⁶⁰⁸, niemniej jednak obserwowane problemy praktyczne wymagają po prostu, aby ktokolwiek (konkretny organ) mógł wyraźnie stwierdzić owo uruchomienie analizowanej sankcji z mocy prawa – podobnie jak ma to miejsce w przypadku np. stwierdzenia zasiedzenia, które polega przecież na nabyciu własności rzeczy *ex lege* w razie spełnienia przesłanek ustawowych, ale celem jego „sformalizowania” sąd wydaje postanowienie stwierdzające nabycie własności rzeczy w drodze zasiedzenia, wskazując jednocześnie z jaką datą zasiedzenie nastąpiło (art. 609 k.p.c.). W praktyce funkcjonowania spółek giełdowych nie należą bowiem do rzadkości sytuacje, w których zachodzą wątpliwości odnośnie do tego czy doszło do uchybienia obowiązkom z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej przez znaczącego akcjonariusza, czy nie. W razie potwierdzenia się takich

⁶⁰⁸ D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. 2. wydanie..., *op. cit.*, s. 374.

podejrzeń, a zarazem pojawienia się na WZA akcjonariusza, który nie wywiązał się z tych obowiązków z reguły zaś nie wiadomo czy (i w jaki sposób) należy egzekwować wobec niego sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej i zakazać mu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych przez niego akcji w spółce, czy, alternatywnie, zachować bierność i zwlekać do czasu ewentualnego rozstrzygnięcia sądu w tym zakresie. Z kolei w przypadku przyjęcia postawy ukierunkowanej na niedopuszczenie tego akcjonariusza do głosowania *ex ante* i tak ujawnia się podstawowa niedoskonałość obowiązujących przepisów, to jest brak wyraźnej normy kompetencyjnej, która uprawniałaby określony podmiot lub organ do weryfikacji prawa głosu i odebrania możliwości jego realizacji w praktyce. Tak więc rudymmentarnym problemem staje się kwestia tego czy w ogóle ktokolwiek (poza sądem) może pozbawić akcjonariusza prawa głosu (możliwości głosowania) na WZA powołując się na art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a jeżeli tak, to na jakiej podstawie, w jakich okolicznościach i w jaki sposób?⁶⁰⁹ Wszelkie spory w tym zakresie i brak możliwości ich rozstrzygnięcia *a vista* niepotrzebnie opóźniają lub co gorsza w ogóle paraliżują skuteczne działanie WZA oraz pozostałych organów korporacyjnych, a w konsekwencji mogą ujemnie wpływać na funkcjonowanie spółki publicznej w obrocie prawnym i gospodarczym. Pomimo, że nakreślony problem występuje w praktyce obrotu od dłuższego czasu, a zarazem był pośrednim lub bezpośrednim przedmiotem rozważań doktryny⁶¹⁰, to po dzień dzisiejszy nie zaprezentowano precyzyjnej (jednoznacznej) propozycji jego rozwiązania, a przynajmniej takiej koncepcji *de lege ferenda*, która dałaby asumpt do podjęcia stosownych działań legislacyjnych.

W związku z powyższym poniżej przeanalizowane będą możliwości (środki prawne) weryfikacji prawa głosu przysługującego akcjonariuszowi spółki publicznej w kontekście, w szczególności, obowiązujących na gruncie Kodeksu spółek handlowych zasad organizacji i przeprowadzania WZA spółki publicznej. Za prawidłową realizację czynności związanych z dopuszczaniem akcjonariuszy do udziału w takim zgromadzeniu, jak również za zwołanie, prowadzenie czy kontrolę prawną obrad WZA spółki publicznej odpowiedzialne są *ex lege* rozmaite organy lub osoby, jak np. zarząd spółki, przewodniczący WZA, czy notariusz. Z kolei nad prawidłowym funkcjonowaniem całego rynku kapitałowego, w tym nad

⁶⁰⁹ Tak też S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 3. wydanie...*, *op. cit.*, s. 292 i 294.

⁶¹⁰ Zob. np. G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane...*, *op. cit.*, s. 10 i nast.; M. Romanowski, *Akcje nieme*, PiP 2003, Nr 7, s. 65; D. Wajda, *op. cit.*, s. 19-20; A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wykonywanie prawa głosu i zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia*, Pr. Spółek 2009, Nr 10, s. 16; A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)*, Pr. Spółek 2010, Nr 4, s. 16 i nast.; M. Mataczyński, *Możliwość ustalenia przez spółkę nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza*, PPH 2014, Nr 10, s. 51.

przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu, pieczę sprawuje KNF – w ramach jej kompetencji nadzorczych. Należy zatem zbadać czy (i ewentualnie jaką) rolę te osoby lub organy mogą odgrywać w zakresie kwestionowania (ograniczenia lub odebrania) prawa głosu akcjonariusza – nabywcy znacznego pakietu akcji podejrzanego o naruszenie regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej – w oparciu o regulacje kształtujące ich kompetencje. Ponadto, sformułowane zostaną poniżej postulaty (pomysły) *de lege ferenda*, których wejście w życie mogłoby rzeczywiście przyczynić się do zwiększenia pewności i szybkości rozstrzygnięć w przypadkach określonych sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

5.2. Organizacja WZA spółki publicznej

5.2.1. Dopuszczenie do udziału w WZA. Sporządzenie listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA

Procedura dopuszczenia do udziału w WZA, której formalnym zwieńczeniem jest sporządzenie przez zarząd listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w takim zgromadzeniu, ma zasadnicze znaczenie z punktu widzenia realnego oddziaływania akcjonariusza na najważniejsze decyzje korporacyjne podejmowane w spółce akcyjnej. Procedura ta determinuje bowiem faktyczną możliwość realizacji przez akcjonariusza dwóch fundamentalnych uprawnień wynikających z posiadania akcji, to jest prawa do uczestnictwa w WZA, a także prawa głosu.⁶¹¹

W spółce akcyjnej mającej status spółki publicznej procedurę dopuszczenia do udziału w WZA określają przede wszystkim przepisy art. 406¹, art. 406², art. 406³ oraz art. 406⁴ k.s.h., przy czym pierwszy z nich wprowadza najistotniejszą zasadę, a mianowicie reguluje instytucję tzw. *record date*, czyli dnia rejestracji uczestnictwa w WZA spółki publicznej. Przepisy te zostały wdrożone do Kodeksu spółek handlowych na mocy nowelizacji z 2008 r. mającej na celu implementację dyrektywy 2007/36/WE.⁶¹² Zgodnie z artykułem 406¹ ust. 1 k.s.h. dzień rejestracji uczestnictwa w WZA przypada na szesnaście dni przed datą WZA i wyłącznie osoby będące akcjonariuszami tego dnia mają prawo do uczestnictwa w WZA – niezależnie od tego, czy pozostaną akcjonariuszami po tym dniu, czy rozporządzą swoimi

⁶¹¹ O tym, jak istotne są to uprawnienia korporacyjne była mowa w rozdziale 3 rozprawy – zob. szerzej pkt 3.5.1. oraz 3.5.3.1.

⁶¹² Zob. ustawę z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2009 r. Nr 13, poz. 69). Ustawa ta weszła w życie z dniem 3 sierpnia 2009 r.

akcjami przed WZA lub jego zakończeniem.⁶¹³ Jednocześnie w myśl ust. 2 tego artykułu dzień rejestracji uczestnictwa w WZA spółki publicznej jest taki sam dla akcjonariuszy posiadających akcje na okaziciela, jak i akcje imienne. W zależności od formy posiadanych akcji różny jest natomiast sposób ustalenia legitymacji formalnej w kontekście *record date*. Akcjonariusze uprawnieni z akcji imiennych uzyskują prawo udziału w WZA jeżeli są wpisani do księgi akcyjnej w dacie *record date*.⁶¹⁴ Z kolei akcjonariusze uprawnieni z akcji na okaziciela uzyskują legitymację formalną do udziału w WZA spółki publicznej jeśli dokumenty akcji zostaną złożone w spółce nie później niż w dniu rejestracji i nie będą odebrane przed zakończeniem tego dnia (w przypadku akcji na okaziciela mających formę dokumentu)⁶¹⁵ lub jeśli widnieją w zweryfikowanym wykazie akcjonariuszy sporządzonym przez podmiot prowadzący depozyt papierów wartościowych (KDPW) i udostępnionym spółce publicznej najpóźniej dwanaście dni przed datą planowanego WZA (w przypadku akcji na okaziciela mających postać zdematerializowaną)⁶¹⁶. Niezależnie zatem od postaci posiadanych akcji dochowanie przez akcjonariuszy opisanych wyżej warunków na dzień rejestracji daje im formalną legitymację do partycypacji w WZA, a co za tym idzie powinni oni zostać uwzględnieni na liście akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w WZA, o której mowa w art. 407 k.s.h.

Powinność prawidłowego sporządzenia przedmiotowej listy spoczywa na zarządzie spółki. Zarząd ma za zadanie zidentyfikować podmioty spełniające formalne warunki dopuszczenia do udziału w WZA, a zarazem ustalić ilość przysługujących im głosów – tak, aby w myśl art. 407 § 1 *in principio* k.s.h. móc wskazać w treści listy nazwiska i imiona albo firmy (nazwy) wszystkich podmiotów uprawnionych do udziału w WZA, a także ich miejsce zamieszkania (siedzibę), liczbę, rodzaj i numery akcji oraz liczbę przysługujących im głosów. Należy odnotować, że lista, o której mowa w art. 407 k.s.h. powinna mieć postać wyczerpującą, to znaczy identyfikować wszystkie podmioty, które wykażą (formalnie) swoje prawo do wzięcia udziału w WZA – chociażby później nie skorzystali z tego prawa i nie przybyli na obrady zgromadzenia. Oznacza to również, że podmioty, które nie znalazły się na

⁶¹³ Zob. art. 406⁴ k.s.h. Szerzej nt. instytucji *record date* w świetle regulacji k.s.h. zob. np. A. Chłopecki, *Materiałnoprawne i legitymacyjne skutki tzw. record date*, PPH 2010, Nr 6, s. 22 i nast.; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op.cit.*, s. 645-648.

⁶¹⁴ Ten sam wymóg dotyczy także akcjonariuszy uprawnionych ze świadectw tymczasowych, jak również zastawników i użytkowników akcji, którym przysługuje prawo głosu – art. 406² k.s.h.

⁶¹⁵ Zob. szerzej art. 406³ §1 k.s.h.

⁶¹⁶ W praktyce KDPW S.A. przygotowuje przedmiotowy wykaz na podstawie informacji otrzymanych od podmiotów (domów maklerskich) prowadzących rachunki papierów wartościowych, na których zarejestrowane są zdematerializowane akcje na okaziciela należące do akcjonariuszy, którzy uprzednio zadeklarowali wolę udziału w WZA poprzez zgłoszenie żądania uzyskania imiennego zaświadczenia o prawie uczestnictwa w WZA. Zob. szerzej art. 406³ §2-§8 k.s.h. Por. także T. Kurnicki, *Legitymacja...*, *op.cit.*, s. 49 i nast.

liście uprawnionych do uczestnictwa w WZA nie mogą zostać następczo dopisane na tę listę, a te które na niej widnieją nie powinny zostać z niej usunięte. To samo dotyczy liczby głosów ustalonych przy sporządzeniu listy uprawnionych. Brak możliwości aktualizacji treści sporządzonej już listy uprawnionych do udziału w WZA nie wyklucza jednak możliwości dokonania na niej ewentualnych adnotacji na żądanie m.in. akcjonariusza, który przeglądając tę listę zgodnie z art. 407 § 1 lub § 1¹ k.s.h. zauważył nieprawidłowości, o czym będzie mowa poniżej.

5.2.2. Sporządzenie listy obecności na WZA

Po otwarciu obrad WZA, a następnie wyborze przez nie przewodniczącego, niezwłocznie powinna zostać sporządzona lista obecności określająca faktycznych uczestników zgromadzenia. Lista ta obejmuje zatem wszystkich tych akcjonariuszy, którzy zostali uwzględnieni na liście uprawnionych, a następnie skorzystali ze swego prawa i rzeczywiście przybyli na zgromadzenie.⁶¹⁷ Co za tym idzie lista obecności, w zależności od okoliczności, może nie być tożsama personalnie z omówioną wyżej listą uprawnionych do udziału w WZA, która z założenia zawiera najszerszy spis akcjonariuszy mogących wziąć udział w WZA.⁶¹⁸ Lista obecności identyfikuje uczestników przybyłych na zgromadzenie, wymieniając także liczbę akcji, które każdy z nich przedstawia oraz liczbę służących im głosów. Zgodnie z art. 410 § 1 k.s.h. omawiana lista musi zostać podpisana przez przewodniczącego WZA oraz wyłożona podczas obrad WZA.

Należy zwrócić uwagę, że w myśl art. 410 § 2 k.s.h. lista obecności może podlegać sprawdzeniu na wniosek akcjonariuszy posiadających jedną dziesiątą kapitału zakładowego reprezentowanego na WZA. Czynności sprawdzające przeprowadza wybrana w tym celu komisja złożona z co najmniej trzech osób, przy czym wnioskodawcom służy prawo wyboru jednego jej członka. Jakkolwiek celem regulacji art. 410 § 2 k.s.h. jest umożliwienie skutecznej weryfikacji zawartości listy obecności a, w razie stwierdzenia jej nieprawidłowości, stosownego jej uzupełnienia lub sprostowania, to przychylić należy się do stanowiska, iż za sprawą dokonywanej w ten sposób weryfikacji nie mogą zostać podjęte

⁶¹⁷ Lista obecności stwierdza stan faktyczny, a nie stan prawny, który jest ustalany na etapie dopuszczenia do udziału w WZA – zob. G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane...*, *op. cit.*, s. 11. W liście obecności uczestników WZA nie uwzględnia się członków zarządu ani rady nadzorczej spółki pomimo, że mają oni prawo uczestnictwa w jego obradach (art. 406⁶ k.s.h.). Zob. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 671.

⁶¹⁸ Zob. np. *Ibidem*, s. 518 i 527; J. Szwaja (w:) S. Sołtyński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 989; A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *op. cit.*, s. 201; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 175.

merytoryczne decyzje personalne ani korporacyjnoprawne, to jest, na przykład, nie może dojść do wpisania na listę obecności osób, które nie zostały wcześniej uwzględnione na liście uprawnionych do udziału w WZA ani do dopisania lub odebrania którymkolwiek akcjonariuszom głosów, które, odpowiednio, nie zostały lub zostały im zaliczone na etapie dopuszczenia do udziału w WZA i zapisane w treści listy, o której mowa w art. 407 § 1 k.s.h.⁶¹⁹ Instytucja sprawdzenia listy obecności – podobnie jak sama lista obecności – ma charakter techniczno-porządkowy i powinna być stosowana wyłącznie w tym zakresie.⁶²⁰

5.2.3. Głosowanie w ramach WZA

Wiodącym etapem WZA jest bez wątpienia głosowanie nad poszczególnymi uchwałami (projektami uchwał) umieszczonymi w ramach porządku obrad. Przystąpienie do głosowania nad uchwałami WZA umożliwia bowiem akcjonariuszom (lub ich reprezentantom) faktyczne wykonywanie prawa głosu z akcji, a co za tym idzie decydowanie o treści (kierunku) czynności prawnych dokonywanych przez spółkę (w postaci uchwał podejmowanych przez jej WZA).⁶²¹

Głosowaniu – rozumianemu w tym miejscu pracy jako etap podejmowania kolejnych uchwał w ramach (organizacji) porządku obrad WZA – należy przypisać charakter faktyczny. W przeciwieństwie bowiem do procedury ustalenia tego kto może uczestniczyć w WZA oraz ile głosów mu przysługuje, która stanowi formalne dopuszczenie do udziału w WZA, głosowanie – czy to poprzez tradycyjne podniesienie dłoni, wypełnienie karty do głosowania lub skorzystanie z karty magnetycznej, czy za pomocą urządzeń elektronicznych, czy na odległość i przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej – można określić jako przejaw faktycznego dopuszczenia do udziału w WZA, a ściśle rzecz biorąc do wykonywania na nim prawa głosu z akcji.⁶²²

Głosowanie na WZA może odbywać się w rozmaitych trybach. Zgodnie z art. 420 § 1 k.s.h. zasadą jest, że głosowanie ma charakter jawny.⁶²³ Natomiast w myśl paragrafu 2 tego samego artykułu w sprawach dotyczących wyborów, odpowiedzialności członków organów

⁶¹⁹ Por. G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane...*, *op. cit.*, s. 10 i nast.

⁶²⁰ Szerzej nt. kompetencji przewodniczącego WZA w kontekście rozstrzygnięcia o prawie akcjonariusza do udziału w WZA i do wykonywania prawa głosu zob. dalej pkt 5.3.3. pracy.

⁶²¹ Odnośnie charakteru prawnego aktu głosowania i uchwał WZA zob. pkt 3.5.1. rozprawy.

⁶²² Por. *Ibidem*, s. 11. Na temat rozmaitych technik głosowania na WZA zob. R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 188.

⁶²³ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 187.

i, generalnie, w sprawach personalnych lub na żądanie zgłoszone przez choćby jednego akcjonariusza (lub jego reprezentanta) zarządza się głosowanie w trybie tajnym.

Głosowanie na WZA spółki publicznej może także przyjąć różną formę. Poza bowiem głosowaniem w tradycyjnej formie, w spółkach publicznych dopuszcza się procedurę głosowania drogą korespondencyjną, jeżeli przewiduje to regulamin WZA (art. 411¹ i art. 411² k.s.h.). Z kolei zgodnie z treścią art. 406⁵ k.s.h. możliwe jest także odbycie WZA w trybie „internetowym” – jeżeli dopuszcza to statut spółki publicznej. Tryb ten obejmuje w szczególności możliwość głosowania przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, przy czym w takim przypadku zalecane jest wprowadzenie dodatkowych wymogów i ograniczeń w celu właściwej identyfikacji akcjonariusza i zapewnienia bezpieczeństwa komunikacji elektronicznej (art. 406⁵ § 2 k.s.h.).⁶²⁴ Zresztą w myśl Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016 zawierających szereg rekomendacji i zasad z zakresu *corporate governance* adresowanych do spółek publicznych, których akcje są dopuszczone do obrotu na GPW w Warszawie, głosowanie (wykonywanie prawa głosu) przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej w czasie rzeczywistym powinno być zapewnione zawsze wtedy, kiedy uzasadnia to struktura akcjonariatu spółki lub oczekiwania jej akcjonariuszy.⁶²⁵

Jakkolwiek żaden konkretny przepis k.s.h. nie określa *expressis verbis*, że pieczę nad głosowaniem sprawuje przewodniczący WZA, to przewidują to zazwyczaj wyraźnie regulacje wewnątrz-korporacyjne obowiązujące w spółkach publicznych, w szczególności regulaminy WZA.⁶²⁶ Należy więc przyjąć, że co do zasady wszelkie zadania techniczno-porządkowe związane z głosowaniem podczas WZA takie, jak zarządzenie głosowania, nadzorowanie jego przebiegu czy ustalanie jego wyników, leżą w kompetencjach przewodniczącego

⁶²⁴ W kwestii problematyki związanej z elektronicznym głosowaniem na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy zob. np. A. Kappes, *Elektroniczne głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy*, PPH 2009, Nr 6, s. 11 i nast.

⁶²⁵ Zob. Rekomendacja nr IV.R.2. pkt 3) oraz Zasada szczegółowa nr IV.Z.2. Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016, uchwalonych Uchwałą Nr 26/1413/2015 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2015 r. (dalej jako „Dobre Praktyki”). Dokument Dobrych Praktyk dostępny na stronie internetowej GPW w Warszawie pod adresem: <https://www.gpw.pl/dobre-praktyki>. Por. także A. S. Nartowski, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016. Podręcznik*, GPW/el. 2016, s. 66 oraz 70-71 – publikacja dostępna *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/dobre-praktyki> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁶²⁶ Zob. np. §6 Regulaminu Walnego Zgromadzenia Polskiego Koncernu Naftowego ORLEN S.A. – dokument dostępny pod adresem http://www.orklen.pl/PL/OFirmie/Documents/Regulamin_Walnego_Zgromadzenia.pdf; §7 Regulaminu Walnego Zgromadzenia PKO BP S.A. – dokument dostępny pod adresem https://www.pkobp.pl/media_files/89167478-7c0f-4795-af04-1fd724d44cf6.pdf. Wszystkie dane adresowe według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.

zgromadzenia, chyba, że co innego wynika z przepisów prawa, statutu lub regulaminu WZA.⁶²⁷

Powyższe nie oznacza jednak, że mamy do czynienia z nieograniczonym domniemaniem kompetencji dotyczących fazy głosowania na WZA na rzecz przewodniczącego. Chociażby sam Kodeks spółek handlowych stanowi, że przewodniczący WZA nie ma prawa, bez zgody WZA, usuwać lub zmieniać kolejności spraw uwzględnionych w porządku obrad (art. 409 § 2 k.s.h.). O ile zatem przewodniczący może, a wręcz powinien – niekiedy nawet bez jakiegokolwiek umocowania prawnego – „pilotować” głosowania pod kątem technicznym i porządkowym, to pozbawiony jest możliwości formalnej weryfikacji uprawnień głosowych akcjonariuszy już dopuszczonych do udziału w WZA (które zostają potwierdzone w liście uprawnionych), jak również, w ogóle, merytorycznej ingerencji w sprawę będące przedmiotem rozważań WZA.⁶²⁸

5.2.4. Przerwa w obradach WZA

Zgodnie z art. 408 § 2 k.s.h. WZA ma prawo zarządzić przerwę w obradach większością dwóch trzecich głosów, przy czym przerwy zarządzone w tym trybie nie powinny trwać łącznie dłużej niż trzydzieści dni.⁶²⁹ W czasie trwania rzeczonych przerw mogą zaistnieć okoliczności powodujące zmiany w strukturze akcjonariatu spółki publicznej, wpływające na legitymację materialną akcjonariusza do uczestnictwa w WZA lub przysługujące mu prawo głosu z akcji. W trakcie przerw w obradach WZA może także dojść do opisanych w rozdziale 2 rozprawy naruszeń regulacji związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych, co w konsekwencji aktualizuje sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej wobec akcjonariusza, który dopuścił się uchybienia. Należy się zatem zastanowić czy zdarzenia takie mogą wpływać na uprzednio ustalone prawo uczestnictwa w WZA oraz prawo głosu akcjonariusza (bądź byłego akcjonariusza) – w związku z zarządzeniem przerwy w obradach WZA spółki publicznej i przy wznawianiu tychże obrad?

⁶²⁷ Regulamin WZA może na przykład stanowić o wyborze komisji skrutacyjnej, do której obowiązków należy nadzór nad przebiegiem głosowania, obsługą głosowania elektronicznego czy sprawdzanie wyników głosowania. Zob. np. §22 Regulaminu Obrad Walnego Zgromadzenia KGHM Polska Miedź S.A. – dostępny pod adresem <http://kgm.com/pl/wza-regulamin> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁶²⁸ Szerzej nt. możliwości przewodniczącego WZA w zakresie oceny wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza – nabywcę znacznego pakietu akcji – w kontekście ewentualnego zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej – zob. pkt 5.3.3. pracy.

⁶²⁹ Rzecz jasna regulacja ta dotyczy przerw w obradach WZA, a nie krótkich przerw technicznych, które w każdej chwili ma prawo zarządzić przewodniczący WZA – tak też A. Kappes, *op. cit.*, s. 18.

Przede wszystkim należy zwrócić uwagę, że Kodeks spółek handlowych milczy na temat ewentualnej aktualizacji listy uprawnionych do uczestnictwa w WZA. Dotyczy to także przerwy w jego obradach i potrzeby ich wznowienia. Sporządzenie tej listy przez zarząd spółki, zwieńczające procedurę formalnego dopuszczenia do udziału w WZA, stanowi *de lege lata* czynność jednorazową.⁶³⁰ Co za tym idzie, przyjęć należy, że zarządzenie przerwy w obradach WZA ani jakiegokolwiek zdarzenia materialnoprawne, które zaistniały w czasie tejże przerwy nie powinny wpływać na legitymację formalną akcjonariusza, który został uprzednio dopuszczony do udziału w WZA i zapisano mu określoną liczbę głosów.⁶³¹ Stanowisko to zdaje się potwierdzać konstrukcja regulacji art. 406¹, 406², 406³ i 406⁴ k.s.h. poświęconych dopuszczeniu do udziału w WZA spółki giełdowej w oparciu o mechanizm tzw. *record date*. Regulacje te, o czym już była mowa powyżej, uzależniają bowiem możliwość udziału w WZA spółki publicznej od legitymowania się statusem akcjonariusza tejże spółki na szesnaście dni przed datą WZA (tzw. dzień rejestracji uczestnictwa w WZA), odchodząc tym samym od legitymacji materialnej na rzecz legitymacji formalnej. Niezależnie więc od okoliczności, które zaistnieją w trakcie przerwy w obradach WZA, wiążące w odniesieniu do udziału i głosowania podczas danego WZA pozostają ustalenia dokonane w dacie tzw. *record date* i potwierdzone przez zarząd w liście uprawnionych, o której mowa w art. 407 k.s.h. Taka zresztą jest idea prawodawcy unijnego, który za sprawą źródłowej dyrektywy 2007/36/WE zakazał uzależniania prawa do udziału w WZA spółki publicznej oraz prawa wykonywania głosu na tym WZA od blokowania akcji w okresie od daty tzw. *record date* do zakończenia WZA.⁶³² *De lege lata* nie ulega zatem kwestii, że w WZA spółki publicznej (także po wznowieniu jego obrad po przerwie) mogą brać udział oraz głosować w sposób skuteczny akcjonariusze legitymowani formalnie, lecz nie posiadający już legitymacji materialnej (w rezultacie, na przykład, rozporządzenia wszystkimi swoimi akcjami po dniu rejestracji uczestnictwa w WZA).

Szczególną uwagę w kontekście postawionego wyżej pytania trzeba zwrócić na przypadek polegający na tym, że w trakcie przerwy w obradach WZA dochodzi do naruszenia obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej przez akcjonariusza biorącego udział w tymże zgromadzeniu, co z kolei w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej powoduje *ex lege* utratę prawa głosu z akcji. Czym innym jest bowiem zamierzone przez ustawodawcę uznanie wyższości legitymacji formalnej nad legitymacją materialną w imię przeciwdziałania

⁶³⁰ Zob. A. Krysiak (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1576.

⁶³¹ Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wykonywanie...*, *op. cit.*, s. 18 i nast.

⁶³² Zob. art. 7 dyrektywy 2007/36/WE. Por. O. Horwath, K. Oplustil, *Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu w świetle prawa polskiego i wspólnotowego*, PPH 2008, Nr 8, s. 16 i nast.

blokowaniu akcji oraz ustabilizowania struktury akcjonariuszy dopuszczonych do udziału w danym WZA, a zupełnie czym innym jest kwestia zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej względem akcjonariusza, który w międzyczasie dopuścił się naruszenia prawa i powinien ponieść tego ujemne skutki prawne. Ponieważ nikt nie powinien czerpać korzyści z własnego bezprawia, to z całym przekonaniem należy uznać, że akcjonariusz, który podlega sankcji pozbawienia prawa głosu w konsekwencji naruszenia, na przykład, obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje zgodnie z art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej w trakcie przerwy w obradach WZA, nie powinien dysponować w dalszym ciągu – po wznowieniu obrad – tą samą legitymacją formalną do głosowania, która została ustalona w ramach procedury dopuszczenia do udziału w WZA – przed otwarciem obrad. Brak wyraźnej możliwości *de lege lata* aktualizacji listy uprawnionych do uczestnictwa w WZA, to jest niemożność z jednej strony następczego dopisania na tę listę osób, które nie były na niej pierwotnie uwzględnione ani doliczenia akcjonariuszom głosów do liczby, która została im pierwotnie przypisana, a z drugiej strony następczego usunięcia z tej listy akcjonariuszy na nią uprzednio wpisanych ani odliczenia akcjonariuszom zapisanych im pierwotnie głosów, nie może bowiem chronić akcjonariusza, który naruszył obowiązki związane z obrotem znacznymi pakietami akcji przed mającą wobec niego zastosowanie sankcją. Konstatacja ta dotyczy zresztą nie tylko przypadku aktualizacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej podczas przerwy w obradach WZA (art. 408 § 2 k.s.h.), ale jej uruchomienia w każdym momencie trwania obrad WZA spółki publicznej. Analiza instrumentów prawnych weryfikacji prawa głosu akcjonariusza – nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej i, ewentualnego, zastosowania wspomnianej sankcji w kontekście omówionych zasad organizacji i prowadzenia obrad WZA tego rodzaju spółek będzie przedmiotem kolejnych części tego rozdziału.

5.3. Możliwości kontroli zgodności z prawem nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej oraz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej nabytych w ramach znacznego pakietu przed i w trakcie obrad WZA. Zastosowanie zakazu wykonywania prawa głosu na podstawie art. 89 ustawy o ofercie publicznej

5.3.1. Możliwości akcjonariuszy

Rozważając problem stwierdzenia naruszenia regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej a co za tym idzie wyegzekwowania w praktyce zakazu wykonywania prawa głosu

z części lub z całości akcji spółki publicznej wobec akcjonariusza, który dopuścił się uchybień, w pierwszej kolejności warto zastanowić się nad potencjalnymi możliwościami samych akcjonariuszy w tym zakresie. To oni jako kapitałodawcy stanowią przecież, przynajmniej teoretycznie, grupę najbardziej zainteresowaną transparentnością i efektywnym funkcjonowaniem spółki publicznej w obrocie, albowiem z założenia tylko wtedy mogą oczekiwać wymiernych korzyści z dokonanej przez siebie inwestycji.

Z jednej strony rozwiązaniem optymalnym jest więc odnotowanie dokonanego naruszenia przez akcjonariusza, który nabył znaczny pakiet akcji w sposób nieprawidłowy, a w rezultacie dokonanie przez niego swoistego „samosądu” polegającego na powstrzymaniu się od wykonywania prawa głosu z części lub całości akcji, zgodnie z sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Biorąc pod uwagę naturę ludzką ciężko jednak wyobrazić sobie, że akcjonariusz będący posiadaczem znacznego pakietu akcji pozbawi się samodzielnie prawa głosu z akcji – wydaje się, że w praktyce będzie on wykonywał prawo głosu na WZA niezależnie od tego czy ma świadomość tego, że naruszył dany obowiązek ustawowy i w konsekwencji utracił prawo głosu, czy nie. Sytuacja, w której akcjonariusz, który naruszył obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji kompletnie nie zdaje sobie z tego sprawy wydaje się jednak bardzo mało prawdopodobna.⁶³³ W dobie współczesności i powszechnego dostępu do informacji na temat spółek publicznych, nabywca znacznego pakietu akcji podlegający obowiązkowi notyfikacyjnemu lub powinności ogłoszenia wezwania na akcje może bowiem z łatwością oszacować swój stan posiadania i tym samym zadośćuczynić spoczywającym na nim wymogom notyfikacyjnym. W tym miejscu można zresztą pokusić się o stwierdzenie, że przyczyną diskutowanego na łamach niniejszej pracy problemu braku mechanizmów ustawowych poświęconych kontroli nabycia znacznej ilości akcji i ewentualnemu zastosowaniu w praktyce sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej może być po prostu wyjście przez naszego ustawodawcę z założenia, że to właśnie akcjonariusz naruszający obowiązki związane z obrotem znacznymi pakietami akcji jest nie tylko podmiotem tej sankcji, ale jednocześnie adresatem wynikającej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej normy prawnej nakazującej mu określone zachowanie, czyli pozbawienie się prawa głosu z akcji. Indywidualna decyzja akcjonariusza odnośnie do uznania naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, a tym samym prewencyjnego uruchomienia przedmiotowej sankcji wobec siebie samego jest niewątpliwie najszybszym i najbardziej efektywnym rozwiązaniem. Dotyczy to w szczególności sytuacji kiedy zbliża się

⁶³³ Tak też M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 172.

termin WZA spółki publicznej i powstaje potrzeba ustalenia przez zarząd spółki, kto ma prawo wziąć w nim udział i jaką liczbą głosów będzie dysponował. Akcjonariusz, który utracił prawo wykonywania głosu mógłby wtedy zażądać zaznaczenia na liście uprawnionych, że choć przysługuje mu prawo do uczestnictwa na zgromadzeniu, to prawo wykonywania głosu z części lub ze wszystkich należących do niego akcji jest wyłączone zgodnie z treścią art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Z kolei w razie ewentualnych wątpliwości akcjonariusza co do przysługującego mu (albo nie) prawa głosu z akcji może on uprzednio wystąpić z powództwem w trybie art. 189 k.p.c. w celu ustalenia tego prawa. Możliwość taka będzie przedmiotem analizy w dalszej części niniejszej pracy, aczkolwiek już w tym miejscu zauważyć należy, że ze względu na przewlekłość postępowań przed sądami powszechnymi nie gwarantuje ona wcale szybkiego rozwiązania problemu.⁶³⁴

Z drugiej strony prawdopodobna wydaje się też sytuacja, w której inni akcjonariusze podejrzewają lub nawet wiedzą, że akcjonariusz – nabywca znacznego pakietu akcji dopuścił się naruszenia obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej i podlega sankcji w postaci utraty prawa głosu w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Powstaje zatem pytanie, czy pozostali akcjonariusze posiadają jakiegokolwiek instrumenty prawne umożliwiające skuteczne stwierdzenie ziszczenia przesłanki uzasadniającej pozbawienie prawa głosu, a w konsekwencji faktyczne odebranie prawa głosu? Przede wszystkim należy zauważyć, że akcjonariusze (mniejszościowi) są głównymi beneficjentami obowiązków informacyjnych spoczywających zarówno na spółkach publicznych, jak i na nabywcach znacznych pakietów akcji. Co za tym idzie mają oni stały dostęp do informacji na temat, w szczególności, aktualnej struktury akcjonariatu spółki publicznej i jej zmian. W sferze szeroko rozumianego prawa akcjonariuszy do informacji na temat spółki akcyjnej, w tym spółki publicznej, mieści się także dostęp do informacji o powstaniu lub ustaniu stosunku dominacji

⁶³⁴ W świetle powszechnie dostępnych opracowań opublikowanych przez Informator Statystyczny Wymiaru Sprawiedliwości (dalej jako „ISWS”) średni czas trwania postępowań sądowych w sprawach cywilnych (gospodarczych – procesowych) w I instancji w okresie ostatnich pięciu lat wykazuje tendencję wzrostową, przedstawiając się następująco: a) przed sądami rejonowymi: w 2013 r. – śr. 11 mies.; w 2014 r. – śr. 12,6 mies.; w 2015 r. – śr. 13,5 mies.; w 2016 r. – śr. 13,4 mies. w 2017 r. – śr. 14,5 mies.; b) przed sądami okręgowymi: w 2013 r. – śr. 10,8 mies.; w 2014 r. – śr. 13,2 mies.; w 2015 r. – śr. 14,3 mies.; w 2016 r. – śr. 14,7 mies., w 2017 r. – śr. 15,9 mies. Z kolei ogólna liczba skarg na przewlekłość postępowań sądowych w ostatnich pięciu latach zasadniczo również wzrasta i wygląda następująco: 2013 r. – 1525 spraw; 2014 r. – 1735 spraw; 2015 r. – 1698 spraw; 2016 r. – 1765 spraw, 2017 r. - 1495 spraw. Por. wyniki poszczególnych opracowań wieloletnich ISWS na stronie internetowej pod adresem: <https://isws.ms.gov.pl/pl/baza-statystyczna/opracowania-wieloletnie> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.). Jak więc wyraźnie widać w kontekście wieloletnich statystyk sporządzonych przez ISWS próba rozstrzygnięcia przed sądem powszechnym sprawy mającej za przedmiot posiadanie bądź nieposiadanie przez akcjonariusza prawa głosu z akcji spółki publicznej mogłaby zająć mnóstwo czasu, a co za tym idzie przez długi czas pozostawiać w niepewności status korporacyjnoprawny danego akcjonariusza (a tym samym całego akcjonariatu) i zagrażać bezpieczeństwu (pewności) dynamicznego obrotu prawnego, w którym uczestniczy spółka giełdowa.

ze strony innej spółki prawa handlowego (art. 5 i art. 6 k.s.h.), możliwość żądania informacji na temat spółki podczas WZA (art. 428 i 429 k.s.h.) czy wgląd w informacje zawarte w liście akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA (art. 407 § 1 i § 1¹ k.s.h.).⁶³⁵ Akcjonariusze spółki publicznej mają więc zagwarantowaną możliwość czerpania wiedzy o spółce i jej otoczeniu inwestycyjnym z szeregu źródeł. Poszukując odpowiedzi na postawione wyżej pytanie warto odnieść się przede wszystkim do ostatniego z wymienionych uprawnień akcjonariuszy, to jest do prawa zapoznania się z listą osób uprawnionych do uczestnictwa w WZA. Korzystając z tego prawa akcjonariusze mogą bowiem zweryfikować już na etapie formalnego dopuszczenia do udziału w WZA czy dokonano prawidłowych ustaleń i zastosowano sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, czy nie. W razie stwierdzenia braku odjęcia odpowiedniej ilości głosów akcjonariuszowi, który obiektywnie powinien zostać objęty tą sankcją na skutek naruszenia obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, akcjonariusze mogą żądać stosowanego sprostowania listy uprawnionych. Jakkolwiek żądanie to nie może być podstawą do wprowadzenia zmian w treści sporządzonej już listy uprawnionych (nie podlega ona aktualizacji), to może ono dawać asumpt do dokonania w niej odpowiedniej adnotacji, a co za tym idzie do podjęcia przez WZA dyskusji, a nawet uchwały w przedmiotowej sprawie.⁶³⁶ Tego rodzaju działania akcjonariuszy wymierzone wobec akcjonariusza będącego znacznym udziałowcem wydają się mieć jednak marginalne znaczenie w praktyce obrotu, albowiem w ogóle ciężko wyobrazić sobie, aby zarząd spółki, który sporządza listę uprawnionych do uczestnictwa w WZA dokonał w niej adnotacji dotyczącej odjęcia prawa głosu akcjonariuszowi mającemu realny wpływ na jego obsadę.⁶³⁷ Z kolei nawet gdyby zarząd spółki dokonał na liście uprawnionych wzmianki o utracie prawa głosu przez danego akcjonariusza w związku z zastosowaniem art. 89 ustawy o ofercie publicznej, to aby działania innych akcjonariuszy dały oczekiwany efekt, czyli faktycznie pozbawiły prawa głosu akcjonariusza naruszającego obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji, ten ostatni powinien uznać zarzucone mu uchybienia i wiążącą się z nimi sankcję korporacyjnoprawną. W przeciwnym razie może dojść do faktycznego konfliktu, którego jedynym sposobem rozstrzygnięcia będzie skierowanie sprawy pod

⁶³⁵ Szerzej w kwestii prawa akcjonariuszy do informacji na temat spółki akcyjnej zob. np. A. Kidyba (red.), M. Michalski, *op. cit.*, s. 571-577.

⁶³⁶ Por. Rzecz jasna w głosowaniu nad taką uchwałą nie może brać udziału akcjonariusz, którego prawo wykonywania głosu jest przedmiotem debaty, albowiem w większości przypadków akcjonariusz taki dysponuje znacznym pakietem akcji i tym samym głosowanie nad taką uchwałą byłoby fikcją – zob. A. Krysik (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1582; por. także J. Frąckowiak (w:) W. Pyziół (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008, s. 820 oraz M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 173.

⁶³⁷ Tak też *Ibidem*.

merytoryczną ocenę sądu, co niewątpliwie sparaliżuje na dłuższy czas działanie WZA, a przeto spółki publicznej.

5.3.2. Rola Zarządu

Poszukując odpowiedzi na pytanie o możliwości kontroli prawidłowości nabycia znacznego pakietu akcji publicznej przez danego akcjonariusza oraz, w razie stwierdzenia naruszenia w tym zakresie, „ubezpieczenia” jego akcji przed rozpoczęciem WZA lub w jego trakcie warto odwołać się do niebagatelnej roli zarządu w procesie przygotowania i organizacji WZA spółki publicznej. Polegając chociażby na chronologicznej kolejności zdarzeń poprzedzających WZA w spółce publicznej – w które zaangażowany jest zarząd – należy wskazać, że na tym właśnie organie spoczywają *de lege lata* rozmaite obowiązki w tym zakresie, jak: zwołanie lub współdziałanie przy zwołaniu WZA (art. 397, art. 399 i art. 400 k.s.h.), ogłaszanie o WZA (art. 402¹ oraz art. 402² k.s.h.), ewentualne ogłaszanie zmian w porządku obrad WZA (art. 401 k.s.h.), prowadzenie strony internetowej spółki publicznej w celu ujawniania określonych informacji dotyczących porządku obrad WZA oraz udostępniania formularzy pozwalających na wykonywanie prawa głosu przez pełnomocnika lub drogą korespondencyjną (art. 402³ k.s.h.), ustalanie legitymacji formalnej akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA (art. 406², art. 406³ § 1, § 6-8 k.s.h.), sporządzanie listy uprawnionych do uczestnictwa w WZA (art. 407 k.s.h.) czy zapewnienie w rzeczywistości odpowiednich warunków lokalowych lub technicznych umożliwiających sprawne odbycie WZA (art. 403 i art. 406⁵ k.s.h.). W tym kontekście trzeba także przypomnieć podstawową regulację kodeksową poświęconą pozycji zarządu w spółce akcyjnej w ogóle, tj. art. 368 § 1 k.s.h., zgodnie z którym zarząd jest organem odpowiedzialnym za prowadzenie spraw spółki i reprezentowanie jej na zewnątrz. Regulacja ta daje wyraz tzw. teorii organów obowiązującej w prawie cywilnym, w myśl której osoba prawna, która sama w sobie stanowi swoistą konstrukcję prawną, działa poprzez swoje organy (art. 38 k.c.).⁶³⁸ W zakresie swych kompetencji zarząd związany jest zasadą lojalności polegającą na tym, że wszelkie ciężące na nim obowiązki powinien realizować zgodnie z najlepszym interesem (gospodarczym) spółki.⁶³⁹ W oparciu o regulację art. 368 § 1 k.s.h. w związku z treścią art. 372 k.s.h. w

⁶³⁸ Na temat teorii organów zob. w szczególności Z. Radwański, *Prawo cywilne. Część ogólna*, Warszawa 2017, s. 192-194; W kontekście zarządu spółki akcyjnej zob. np. T. Szczurowski (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1388.

⁶³⁹ Zob. M. Bielecki, *Podstawowe przejawy obowiązywania zasady lojalności*, Pr. Spółek 2005, Nr 4, s. 20; J. Okolski, D. Wajda, *Odpowiedzialność członków zarządu spółek kapitałowych*, PPH 2007, Nr 2, s. 11; A. Kidyba (red.), M. Michalski, *op. cit.*, s. 663-664;

literaturze przyjmuje się *notabene* swoiste domniemanie kompetencji zarządu do prowadzenia spraw i reprezentacji spółki akcyjnej.⁶⁴⁰ Oznacza ono, w największym ogóle, że zarządowi przysługuje kompetencja do prowadzenia wszystkich spraw spółki i reprezentowania spółki zawsze wtedy, kiedy nie jest to wyraźnie zastrzeżone w przepisach prawa lub w statucie na rzecz innych organów. Ponadto zgodnie z art. 483 § 2 k.s.h. członkowie zarządu powinni realizować wszelkie swoje obowiązki dokładając staranności wynikającej z zawodowego charakteru ich działalności.

Rozważając możliwości zarządu spółki publicznej w zakresie kontroli zgodności z prawem obrotu znacznymi ilościami jej akcji i ewentualnego zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, należy przypomnieć, że to zarząd jest uprawniony, a zarazem zobowiązany do prowadzenia bieżącej polityki informacyjnej spółki publicznej. W rozdziale I rozprawy zostały szczegółowo omówione obowiązki notyfikacyjne nabywców znacznych pakietów akcji oraz powinności informacyjne spółek publicznych w tej materii.⁶⁴¹ Na tle dokonanej analizy tych obowiązków nie ulega kwestii, że zarząd spółki publicznej jest, z jednej strony, adresatem zawiadomień dokonywanych w trybie art. 69 ustawy o ofercie publicznej, a z drugiej strony, podmiotem odpowiedzialnym za upublicznienie ich treści zgodnie z art. 70 ust. 1) ustawy o ofercie publicznej, a także udostępnienie wykazu akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA i wykazu akcjonariuszy, którzy posiadali co najmniej 5% liczby głosów na tym zgromadzeniu, odpowiednio zgodnie z art. 70 ust. 2) i 3) ustawy o ofercie publicznej. W związku z tym zarząd spółki giełdowej ma niejako zagwarantowany – *de facto* jako pierwszy – dostęp do aktualnych informacji na temat struktury akcjonariatu i zmian stanu posiadania znacznych pakietów akcji w spółce. Zarząd może więc stosunkowo łatwo dokonać właściwej interpretacji transakcji będącej przedmiotem otrzymanego zawiadomienia, a co za tym idzie ocenić prawidłowość wykonania danego obowiązku notyfikacyjnego przez nabywcę znacznego pakietu akcji w kontekście ewentualnego zaistnienia przesłanek aktualizacji zakazu wykonywania prawa głosu w związku z WZA. Rzecz jasna tego rodzaju kontrola zarządu byłaby znacznie utrudniona w przypadku naruszenia polegającego na całkowitym zaniechaniu realizacji obowiązków notyfikacyjnych przez nabywcę znacznego pakietu akcji, aczkolwiek nie można jej absolutnie wykluczyć. W zależności od stanu faktycznego może się bowiem zdarzyć, że pomimo braku

⁶⁴⁰ Zob. np. *Ibidem*, s. 646; S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 471-472; A. Szajkowski, M. Tarska, A. Szumański (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 593; T. Szczurowski (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1389.

⁶⁴¹ Zob. pkt 1.4. pracy.

uzyskania notyfikacji na podstawie art. 69 ustawy o ofercie publicznej zarząd dysponuje potwierdzonymi informacjami w sprawie przekroczenia przez danego akcjonariusza kwalifikowanego progu udziału w ogólnej liczbie głosów z innego źródła. Hipotetycznie sytuacja taka może mieć miejsce choćby w przypadku przejęcia kontroli nad spółką publiczną przez akcjonariusza strategicznego, który przeprowadził uprzednio badanie *due dilligence*, w które zarząd spółki publicznej (będącej obiektem przejęcia) został realnie zaangażowany i w jego rezultacie powziął pełną wiedzę na temat warunków dokonywanej transakcji przejęcia, a tym samym zaistniałych zmian stanu posiadania stanowiących przesłankę powstania określonych obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej. Z pewnością też zarząd spółki publicznej ma faktyczną możliwość odnotowania nieprawidłowości nabycia znacznego pakietu akcji w przypadku, gdy otrzymuje zawiadomienie w trybie art. 69 ustawy o ofercie publicznej w sprawie przekroczenia przez akcjonariusza (dominującego) udziału w wysokości 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce, lecz jednocześnie ogólnie wiadomo, że akcjonariusz ten – dokonując przekroczenia danych progów – nie przeprowadził procedury wezwania na akcje, a więc naruszył regulację art. 73 ust. 1 lub 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej. W tej sytuacji akcjonariusz podlega zakazowi wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej w myśl art. 89 ust. 1. pkt 2) ustawy o ofercie publicznej, choć jak zostało to zasygnalizowane w poprzednim punkcie rozprawy trudno wyobrazić sobie, że do wyegzekwowania tego zakazu przyczyni się zarząd, którego skład zależy w rzeczywistości od woli takiego akcjonariusza dominującego.

Biorąc pod uwagę powyższe, naturalnie nasuwa się wniosek, że zarząd spółki publicznej posiada instrumenty prawne umożliwiające mu zarówno kontrolę, jak i ocenę prawidłowości nabycia znacznej ilości akcji w kontekście sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Taki pogląd zaprezentowali zresztą jeszcze na gruncie p.p.o.p.w. G. Domański i M. Goszczyk, powołując się na obowiązek weryfikacji przez zarząd spółki publicznej listy akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w WZA (sporządzonej w trybie art. 407 k.s.h.) w odniesieniu do liczby głosów przypisanych akcjonariuszowi, jeżeli jeszcze przed WZA lub już w jego trakcie zaistniały zdarzenia implikujące utratę przez danego akcjonariusza możliwości wykonywania prawa głosu z akcji.⁶⁴² Wspomniani autorzy uzasadnili swój pogląd, w szczególności, koniecznością dokładania przez członków zarządu staranności wynikającej z zawodowego charakteru ich działalności (art. 483 § 2 k.s.h.) przy sporządzaniu listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA (ustalaniu legitymacji formalnej

⁶⁴² G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane..., op.cit.*, s. 13.

akcjonariuszy). Autorzy zauważyli jednocześnie, że zarząd spółki może i powinien „odliczyć” akcjonariuszowi głosy z akcji nabytych z naruszeniem art. 156 p.p.o.p.w. tylko wtedy, gdy zostaną wykazane przesłanki tego „odliczenia”, a zarazem gdy zarząd posiada ewidentne dowody tego naruszenia.⁶⁴³

O prawie zarządu do zadecydowania o pozbawieniu akcjonariusza prawa głosu z akcji – na gruncie regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej – wypowiedział się z kolei A. Chłopecki.⁶⁴⁴ Autor stwierdził, że wprawdzie zarząd spółki nie „zastępuje” sądu powszechnego w zakresie oceny działań akcjonariusza (ich zgodności z przepisami rozdziału 4 tejże ustawy), ale jeżeli ma pewność co do tego, że naruszony został obowiązek ustawowy, np. akcjonariusz całkowicie zaniechał dokonania zawiadomienia z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, to zarząd ma prawo zdecydować o odebraniu akcjonariuszowi prawa do głosowania na WZA – rzecz jasna w odpowiednim wymiarze.⁶⁴⁵ Autor uzasadnił swoje stanowisko, w szczególności, obowiązkiem zarządu ochrony porządku prawnego i dbałości o interesy spółki w sposób mu praktycznie dostępny, a także ogólnym domniemaniem kompetencji zarządu do prowadzenia spraw spółki, wskazując m.in., że „kwestia uprawnienia do głosowania jest sprawą spółki – a zatem i sprawą pozostającą w kompetencji zarządu”.⁶⁴⁶ Równocześnie jednak autor dostrzegł szereg argumentów przeciwstawiających się możliwości zarządu odebrania prawa głosu z akcji oraz daleko idące ryzyko związane z przypisaniem zarządowi kompetencji w tym zakresie – na tle problematyki obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych.⁶⁴⁷ W rezultacie więc A. Chłopecki postuluje analizę stanu faktycznego *ad casum* i zachowanie przez zarząd spółki publicznej swoistego „zdrowego rozsądku” w obliczu powzięcia wiedzy odnośnie do naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji przez akcjonariusza dopuszczonego do udziału w WZA lub ubiegającego się o to dopuszczenie: „każdorazowo zarząd spółki powinien ocenić argumenty za i przeciwko bezpośredniej ingerencji w niedopuszczenie akcjonariuszy lub osób pretendujących do tego statusu do udziału w WZA – zwłaszcza w kontekście interesu spółki. (...) działaniom podjętym ewidentnie w interesie spółki, na podstawie obiektywnych i przekonujących przesłanek, trudno byłoby przypisać cechę działania *in fraudem legis*.”⁶⁴⁸

⁶⁴³ Zdaniem autorów odebranie głosów nie powinno nastąpić wyłącznie na podstawie podejrzeń naruszenia prawa, chociażby były one uzasadnione. Zob. *Ibidem*, s. 14.

⁶⁴⁴ Zob. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 581-586.

⁶⁴⁵ *Ibidem*, s. 581.

⁶⁴⁶ *Ibidem*.

⁶⁴⁷ *Ibidem*, s. 582-585.

⁶⁴⁸ *Ibidem*, s. 586. W podobnym nurcie wypowiedział się także M. Mataczyński, stwierdzając m.in., że „zadaniem zarządu jako organu wykonawczego jest nie tylko bieżące zarządzanie spółką (...), lecz także dbałość o interesy strategiczne i porządek w sferze struktury korporacyjnej. W przypadku sporu co do naruszenia przez

Warto także podkreślić, że w nurcie przyznającym zarządowi prawo egzekwowania zakazu wykonywania prawa głosu z akcji wypowiedział się Sąd Apelacyjny w Białymstoku, stwierdzając w wyroku z dnia 29 czerwca 2012 r. m.in., że „Prawo głosu z akcji, z mocy art. 89 ust. 1 – 2b ustawy o ofercie, w warunkach przewidzianych tym przepisem, nie może być wykonywane. Zgodnie z art. 407 k.s.h. listę akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w WZA, na której umieszczana jest liczba głosów im przysługujących, sporządza zarząd spółki. W świetle treści tegoż przepisu, w powiązaniu z regulacją art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie, wydaje się być uprawniona ocena, że zarząd spółki może uznać, że akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu (na liście akcjonariuszy wskazanie «0» głosów). Zauważyć bowiem należy, że prawo głosu z akcji spółki publicznej wykonane wbrew zakazowi, po którym mowa w art. 89 ust. 1 – 2b ustawy o ofercie, nie jest uwzględniane przy obliczaniu wyników głosowania nad uchwałą WZA – można mniemać, iż okoliczność ta jest uwzględniana przy obliczaniu wyników głosowania nad uchwałą przez komisję skrutacyjną powołaną przez WZA. Zapis art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie nie może być tak rozumiany, iż adresatem normy prawnej z niego wynikającej jest jedynie sąd, który bada ważność uchwały podjętej z udziałem akcjonariuszy, który wykonał prawo głosu wbrew zakazowi.”⁶⁴⁹

Jakkolwiek przywołane wyżej rozważania zarówno doktryny, jak i judykatury przemawiające za kompetencją zarządu spółki giełdowej w przedmiocie *de facto* decydowania o odebraniu głosów z akcji w świetle zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej jawią się bardzo interesująco, a zaproponowane w nich rozwiązania mogą stanowić „złoty środek” w razie potrzeby prewencyjnego „ubezpieczenia” akcji, to merytorycznie rzecz biorąc nie dają one podstaw do jednoznacznego uznania uprawnień zarządu w kontekście analizowanej materii. Możliwości zarządu spółki publicznej odnośnie do kontroli procesu nabywania znacznego pakietu akcji oraz do ewentualnego odebrania akcjonariuszowi prawa głosu wydają się bowiem jedynie pozorne, o czym świadczą względy zarówno materialnoprawne, jak i praktyczne.

akcjonariusza większościowego obowiązków, które może skutkować pozbawieniem prawa głosu, z pewnością nie jest działaniem w interesie spółki utrzymywanie w niepewności co do zgodności z prawem stanu faktycznego (...) Członkowie zarządu powinni zatem, działając w interesie spółki, przedsięwziąć wszelkie dostępne środki prawne, które będą zmierzać do wiążącego rozstrzygnięcia sporu dotyczącego prawa głosu.” – zob. M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 50. Por. też S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 3. wydanie, op. cit.*, s. 295 – autorzy ci wskazują, że to właśnie zarząd spółki, będący niejako adresatem normy zawartej w art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, powinien sam decydować o realizacji zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, nie dopuszczając akcjonariusza do głosowania wbrew zakazowi, gdyż w przeciwnym razie normę tę należałoby uznać za „martwą”.

⁶⁴⁹ Zob. Wyrok SA w Białymstoku z dnia 29 czerwca 2012 r., sygn. akt I ACa 218/12, SIP LEX nr 1480399.

Po pierwsze, jak zostało już wyżej ustalone, lista uprawnionych do uczestnictwa w WZA, o której mowa w art. 407 k.s.h. nie podlega aktualizacji, gdyż stanowi ona zwieńczenie procesu formalnego dopuszczenia do udziału w WZA, który z kolei jest oparty o system tzw. *record date*, o czym była mowa w poprzednich częściach pracy. Oczywiście zarząd powinien dołożyć najwyższej staranności przy ustalaniu kto może wziąć udział w WZA i ile przysługuje mu głosów oraz ma prawo dokonać stosownych adnotacji w treści listy uprawnionych – w razie faktycznego zaistnienia przesłanek zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej – lecz tego rodzaju czynności mają wyłącznie techniczny charakter i nie mogą z nich wynikać same przez się żadne wiążące skutki prawne odnośnie do posiadania lub utraty przez danego akcjonariusza prawa głosu z akcji. W tym kontekście warto zresztą przywołać stanowisko Sądu Najwyższego, który w wyroku z dnia 10 czerwca 2005 r. stwierdził m.in., że zarząd spółki nie jest uprawniony do pozbawienia prawa uczestnictwa w WZA akcjonariusza, który spełnił ku temu uprzednio wszelkie wymogi formalne.⁶⁵⁰ Wydaje się, że pogląd ten może mieć zastosowanie także względem prawa głosu z akcji – jako uprawnienia, którego wykonywanie jest uwarunkowane od prawa do udziału w WZA.⁶⁵¹

Po drugie, pomimo szeroko zakrojonych kompetencji zarządu w sferze prowadzenia spraw spółki i jej reprezentacji, nie leżą w ramach czynności zarządczych uprawnienia do kontroli prawidłowości obrotu znacznymi pakietami akcji przez akcjonariuszy ani tym bardziej do zastosowania wobec danego akcjonariusza sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej polegającej *de iure* na ingerencji w prawo podmiotowe w postaci prawa głosu z akcji. Materia ta jest ściśle związana ze sferą praw właścicielskich, a jej ochrona jest przedmiotem regulacji rangi konstytucyjnej.⁶⁵² Co za tym idzie możliwość wiążącego rozstrzygnięcia o ewentualnym naruszeniu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji oraz ingerencji w prawo podmiotowe akcjonariusza, który dopuścił się naruszenia nie może być w jakikolwiek sposób domniemywana na rzecz zarządu spółki.⁶⁵³ Rzecz jasna sytuacją optymalną z punktu widzenia dbałości o interes spółki byłoby odpowiednio wczesne odnotowanie przez zarząd naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji przez danego akcjonariusza, a następnie zaaprobowanie przez niego konsekwencji korporacyjnoprawnych tego naruszenia w postaci utraty *ex lege* możliwości wykonywania

⁶⁵⁰ Zob. wyrok SN z dnia 10 czerwca 2005 r., sygn. akt II CK 715/04, OSP 2006, nr 5, poz. 55.

⁶⁵¹ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 176-177.

⁶⁵² Zob. pkt 3.5.2.2.1.

⁶⁵³ Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 17.

prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej.⁶⁵⁴ Natomiast w razie zaistnienia sporu co do dopuszczalności wykonywania prawa głosu z akcji podczas WZA (w praktyce spór taki będzie miał zwykle miejsce) *de lege lata* należy opowiedzieć się za wyłączną kognicją sądu powszechnego co do wydania ostatecznego i wiążącego rozstrzygnięcia w tej sprawie. W związku z tym zresztą w literaturze przedmiotu zwrócono uwagę na możliwość spółki publicznej wytoczenia „prewencyjnego” powództwa o ustalenie (nie)istnienia prawa do wykonywania prawa głosu z akcji w trybie art. 189 k.p.c. jako, że posiada ona interes prawny w tym, aby rozstrzygnąć czy dany akcjonariusz dopuścił się naruszenia regulacji związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji, a co za tym idzie, jaka powinna być prawidłowa treść listy uprawnionych do udziału w WZA w zakresie przysługującej temu akcjonariuszowi liczby głosów z akcji, względnie czy danemu akcjonariuszowi prawo głosu z akcji przysługuje, czy też nie.⁶⁵⁵ Z jednej strony, potwierdza to brak kompetencji zarządu, albowiem w takim przypadku wyłącznie sąd powszechny będzie władny – w wyniku przeprowadzonego postępowania sądowego – wydać wiążący werdykt co do posiadania lub nieposiadania przez danego akcjonariusza prawa do głosowania z akcji. Z drugiej strony natomiast, biorąc pod uwagę to, że w celu wydania tego werdyktu przez sąd niezbędna jest inicjatywa ze strony spółki publicznej (to jest musi ona w takiej sytuacji wystąpić z powództwem, wykazując zarazem swój interes prawny), a *de facto* czyni to jej zarząd, działający jako organ reprezentacji w jej imieniu i na jej rzecz, to w istocie można stanąć na stanowisku, że zarząd spółki publicznej posiada w tym właśnie sensie instrument prawny umożliwiający mu – w sposób pośredni – wiążące stwierdzenie aktualizacji analizowanej sankcji (przyczynienie się do tegoż stwierdzenia).⁶⁵⁶ O ile jednak zarząd spółki publicznej nie wystąpi z przedmiotowym powództwem odpowiednio wcześniej – tak, żeby wyrok sądu zapadł (i uprawomocnił się) przed sporządzeniem listy uprawnionych do uczestnictwa w planowanym WZA (art. 407 § 1 k.s.h.) – to ciężko uznać taki instrument prawny za gwarantujący bezpieczeństwo i pewność stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej. Z reguły, ze względu na obiektywnie znaną przewlekłość postępowań przed sądami powszechnymi, wiążące ustalenie istnienia prawa głosu z akcji bądź jego braku nastąpi długo po pożądanym terminie, a tym samym praktycznie nie uchroni spółki publicznej

⁶⁵⁴ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 174.

⁶⁵⁵ Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 17; a także A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 583; Zob. także M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 53.

⁶⁵⁶ Szerzej na temat powództwa z art. 189 k.p.c. o ustalenie istnienia albo nieistnienia prawa do głosowania nabywcy znacznego pakietu akcji spółki giełdowej w kontekście sankcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej – zob. pkt 5.3.5.2.

od funkcjonowania w stanie niepewności co do prawa, a niekiedy, co gorsza, od nieodwracalnych działań podjętych przez nią w celu wykonania wadliwych uchwał WZA (przyjętych w rezultacie uwzględnienia trefnych głosów z akcji).

W końcu, trzeba też zasygnalizować, że wykładnia celowościowa regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej wydaje się przemawiać przeciwko temu, aby zarząd spółki publicznej był uprawniony decydować o pozbawieniu akcjonariusza prawa głosu z akcji. *Ratio legis* analizowanej sankcji jest m.in. penalizacja naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji i co za tym idzie ujemne konsekwencje prawne tychże naruszeń powinni ponosić wyłącznie akcjonariusze, którzy faktycznie się ich dopuścili – bez względu na to jaką pozycję zajmują w akcjonariacie spółki publicznej. Natomiast w razie przyznania zarządowi spółki publicznej prawa do rozstrzygania o tym, kto może, a kto nie może wykonywać prawa głosu z akcji na WZA – w oparciu o regulację przewidzianą w art. 89 ustawy o ofercie publicznej – w praktyce obrotu mogłoby dochodzić do arbitralnych rozstrzygnięć i nadużyć prawa polegających na instrumentalnym wykorzystywaniu tejże regulacji przez zarząd spółki publicznej działający w interesie preferowanego akcjonariusza (strategicznego). Biorąc pod uwagę realia rynku giełdowego nie trudno bowiem wyobrazić sobie sytuację, w której akcjonariat spółki publicznej jest ze sobą skonfliktowany, zaś funkcjonujący w spółce zarząd, opowiadając się za jednym z akcjonariuszy, pozbawia innych prawa głosu z akcji na WZA – pod pretekstem podejrzenia (stwierdzenia) naruszeń obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej i tym samym wyegzekwowania sankcji z art. 89 tejże ustawy.⁶⁵⁷ Wtedy zaś jedynym środkiem obrony akcjonariuszy przed bezpodstawnym odebraniem im możliwości wykonywania prawa głosu z akcji pozostaje i tak powództwo kwestionujące *ex post* uchwały podjęte przez WZA, a zatem wdanie się w długotrwały spór sądowy, który nie odpowiada bynajmniej potrzebom dynamiki obrotu, w jakim uczestniczą spółki publiczne ani postulatowi efektywności (franc. *effet utile*) egzekwowania prawa w tym zakresie. Uznanie *de lege lata* kompetencji zarządu spółki publicznej w zakresie kontroli i oceny procesów nabywania znacznych ilości akcji spółki byłoby zatem nader ryzykownym rozwiązaniem z punktu widzenia pewności prawa i bezpieczeństwa prawnego akcjonariuszy mając na względzie, w szczególności, sytuacje sporne, czyli takie, których przepisy art. 89 ustawy o ofercie publicznej dotyczą *de facto* najczęściej.

⁶⁵⁷ Por. R. L. Kwaśnicki, *Obowiązuje zasada sądowej kontroli weryfikacji uprawnień korporacyjnych*, Rzeczpospolita z 17.10.2011 r., s. D10.

5.3.3. Możliwości przewodniczącego WZA

Dotychczas przeanalizowano instrumenty prawne przysługujące zarówno samym akcjonariuszom spółki publicznej, jak i jej zarządowi (a w zasadzie ich brak) – w odniesieniu do kontroli procesów nabywania znacznych ilości akcji takiej spółki i ewentualnego pozbawienia ich nabywcy prawa głosu z części lub z całości akcji w razie stwierdzenia nieprawidłowości w tym zakresie. W tym miejscu pracy warto zatem skoncentrować uwagę na osobie przewodniczącego WZA spółki publicznej i jego kompetencjach, a co za tym idzie odpowiedzieć na pytanie czy przewodniczący WZA ma prawo odebrać akcjonariuszowi (w części lub w całości) prawo głosu z akcji w razie stwierdzenia przesłanek określonych w art. 89 ustawy o ofercie publicznej?

Po pierwsze, należy zauważyć, że funkcję przewodniczącego WZA pełni z reguły osoba wybrana spośród podmiotów uprawnionych do udziału w WZA (art. 409 § 1 k.s.h.), a więc przed wszystkim jest to akcjonariusz spółki publicznej legitymowany formalnie do uczestnictwa w WZA.⁶⁵⁸ W związku z tym możliwości powzięcia wiedzy odnośnie do (nie)prawidłowości procesu nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej opisane powyżej w kontekście jej akcjonariuszy – mają *de facto* zastosowanie także wobec przewodniczącego WZA.

Po drugie, przewodniczący WZA sprawuje w praktyce pieczę nad wszelkimi sprawami porządkowymi oraz technicznymi związanymi z prowadzeniem obrad WZA. W szczególności, do jego zadań należy dbanie o sprawny i prawidłowy przebieg obrad i głosowań nad uchwałami WZA, udzielanie głosu (możliwości wypowiedzi), zarządzanie głosowań i ogłaszanie ich wyników czy wydawanie zarządzeń porządkowych na sali obrad. Niemniej jednak kompetencje te nie zostały uregulowane w sposób uniwersalny na gruncie żadnej z ustaw – wynikają one zwyczajowo z przyjętych w spółkach publicznych unormowań wewnątrz korporacyjnych takich, jak statut czy regulamin WZA. Jediną zaś regulacją rangi ustawowej, która nawiązuje w pozytywnym ujęciu do kompetencji przewodniczącego WZA jest art. 410 § 1 k.s.h., w świetle którego przewodniczący niezwłocznie po swoim wyborze podpisuje listę obecności uczestników WZA. Lista ta, jak zostało już wyżej wyjaśnione, służy z kolei wyłącznie identyfikacji osób rzeczywiście przybyłych na WZA (wraz z wymienieniem liczby akcji, które przedstawiają i służących im głosów) i, jako taka, stanowi dokument o charakterze *stricte* technicznym, który nie może służyć korygowaniu ustaleń poczynionych

⁶⁵⁸ Szerzej w kwestii tego kto może pełnić funkcję przewodniczącego WZA – zob. np. R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 166-167.

przez zarząd spółki na etapie formalnego dopuszczenia akcjonariuszy do udziału w WZA. W związku z tym odpowiedź na postawione wyżej pytanie powinna być co do zasady negatywna.⁶⁵⁹ Biorąc bowiem pod uwagę obowiązujący stan prawny nie ma podstaw ku temu, by uznać kompetencję przewodniczącego WZA do decydowania o wykonywaniu albo zakazie wykonywania prawa głosu z akcji przez akcjonariusza spółki publicznej. Kompetencji tej z całym przekonaniem nie można też domniemywać w oparciu o treść art. 410 § 1 k.s.h., gdyż ingerencja w prawo podmiotowe akcjonariusza – w postaci prawa głosu z akcji – wykracza daleko poza funkcje techniczno-porządkowe przewodniczącego związane z sygnowaniem listy obecności. Zresztą w tym kontekście warto przywołać raz jeszcze wyrok SN z dnia 10 czerwca 2005 r., w świetle którego akcjonariusz, który spełnia warunki formalne uczestnictwa w WZA nie może zostać pozbawiony możliwości tego uczestnictwa, w szczególności, przez przewodniczącego WZA.⁶⁶⁰ Jakkolwiek przytoczone rozstrzygnięcie dotyczy problematyki prawa do udziału w WZA i nie ulega kwestii, że prawo to jest osobnym uprawnieniem korporacyjnym od prawa głosu z akcji, to wydaje się, że na potrzeby analizowanego problemu stanowisko Sądu Najwyższego można interpretować nieco szerzej i wynikające z niego wnioski zastosować także względem prawa głosu, albowiem możliwość jego realizacji jest przecież pochodną prawa do uczestnictwa w WZA. Jeżeli zatem przewodniczący WZA nie może pozbawić prawa do uczestnictwa w tym zgromadzeniu akcjonariusza, który został do niego dopuszczony formalnie, to nie może również skutecznie pozbawić takiego akcjonariusza prawa głosu z akcji – chociażby miał wiedzę o naruszeniu przez niego obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji.

Uzupełniając odpowiedź na postawione wyżej pytanie o możliwość przewodniczącego WZA stwierdzenia naruszenia obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej i tym samym uruchomienia sankcji pozbawienia prawa głosu z części lub całości akcji należących do danego akcjonariusza, warto jeszcze zwrócić uwagę na art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej. Zgodnie z treścią tego przepisu prawo głosu z akcji wykonane pomimo zakazu, o którym mowa w ust. 1-2b nie powinno być uwzględniane przy obliczaniu wyniku głosowania nad daną uchwałą WZA. Ponieważ szacowanie i ogłaszanie wyników głosowań leży zasadniczo w gestii przewodniczącego WZA (wspólnie z komisją skrutacyjną), to *prima facie* wydawać by się mogło, że to właśnie przewodniczący jest adresatem analizowanego przepisu,

⁶⁵⁹ Nie można jednak wykluczyć, że na mocy np. szczegółowych postanowień statutu lub regulaminu WZA przyjętego w danej spółce publicznej przewodniczący mógłby decydować o zastosowaniu zakazu wykonywania prawa głosu z części lub z całości akcji w świetle treści art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Zob. szerzej pkt 5.3.9.2. Por. także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 177.

⁶⁶⁰ Sygn. akt II CK 715/04, OSP 2006, nr 5, poz. 55.

a w związku z tym jest uprawniony wyegzekwować w rzeczywistości zakaz wykonywania prawa głosu z akcji – poprzez nieuwzględnienie określonej liczby głosów oddanych z akcji objętych sankcją podczas obliczania wyniku głosowania nad uchwałą.⁶⁶¹ Nic bardziej mylnego. Przewodniczący nie jest bowiem władny rozstrzygać merytorycznie o odebraniu prawa głosu z akcji. Jak słusznie zauważył M. Mataczyński sytuacja określona w art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej z założenia swego zakłada spór polegający na wykonaniu prawa głosu wbrew zakazowi, zaś w celu jego skutecznego rozstrzygnięcia przewodniczący WZA musiałby dysponować instrumentami prawnymi umożliwiającymi wysłuchanie stron czy przeprowadzenie skomplikowanego i czasochłonnego postępowania dowodowego.⁶⁶² Ponieważ przewodniczący WZA nie posiada takich instrumentów prawnych w sferze swych kompetencji porządkowo-technicznych, to nie ulega kwestii, że nie powinien on rozwiązywać konfliktu co do tego czy dany akcjonariusz naruszył obowiązki związane z nabywaniem znacznych ilości akcji spółek publicznych, a co za tym idzie nie może arbitralnie decydować o zmaterializowaniu się korporacyjnoprawnej konsekwencji takiego naruszenia w postaci odebrania prawa głosu z akcji.⁶⁶³ Taki tok rozumowania został zresztą potwierdzony przez Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 17 października 2007 roku, w myśl którego jedynie sąd ma prawo do merytorycznej oceny tego czy akcje zostały nabyte zgodnie z wymogami dotyczącymi obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a tym samym kompetencja taka nie przysługuje ani przewodniczącemu WZA, ani WZA – nawet gdyby przesłanki aktualizujące sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej ujawniły się bezpośrednio przed przystąpieniem do głosowania.⁶⁶⁴

5.3.3.1. Koncepcja tzw. wielokrotnego głosowania nad uchwałą WZA

⁶⁶¹ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 178.

⁶⁶² *Ibidem*.

⁶⁶³ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 543.

⁶⁶⁴ Sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144 – przedmiotowy wyrok polegał na ocenie stanu faktycznego zaistniałego pod rządami p.p.o.p.w., ale stanowisko przyjęte w nim przez Sąd Najwyższy pozostaje w pełni aktualne na gruncie ustawy o ofercie publicznej, co zresztą zostało *expressis verbis* potwierdzone w treści samego wyroku: „(...) jedynie sąd uprawniony był do oceny, czy akcje zostały nabyte zgodnie z przepisami Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Kompetencja ta nie przysługiwała ani przewodniczącemu, ani walnemu zgromadzeniu (...). Podobnie ma się rzecz pod rządami art. 89 u.o.p.w.w.i.f., który w ust. 3 stanowi, że prawo głosu z akcji spółki publicznej wykonane wbrew zakazowi, o którym mowa w ust. 1 lub 2, nie jest uwzględniane przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą walnego zgromadzenia. W przepisie tym ustawodawca odszedł od przewidzianej w art. 156 ust. 2 Pr.p.o.p.w. sankcji bezskuteczności i bliżej skonkretyzował skutki naruszenia obowiązków związanych z posiadaniem znacznych pakietów akcji. Dokonana zmiana pozostaje jednak bez znaczenia dla oceny ważności i sposobu zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia podjętej z uwzględnieniem głosów z akcji wykonanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ust. 1 lub 2.”

Jakkolwiek przewodniczący WZA nie ma prawa samodzielnie rozstrzygać o zastosowaniu sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, to doktryna zaproponowała rozwiązanie zmierzające do egzekucji tejże sankcji, które polega na swoistym zaangażowaniu z jego strony. Mianowicie, w razie podejrzenia naruszenia przez danego akcjonariusza obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych, a co za tym idzie zaistnienia wątpliwości co do możliwości wykonywania przez niego prawa głosu z akcji na WZA, przewodniczący, działając w ramach swoich kompetencji porządkowych, może zarządzić poddanie projektu każdej uchwały WZA pod tzw. wielokrotne głosowanie, tj. po pierwsze, pod głosowanie, w którym wezmą udział wszyscy legitymowani akcjonariusze i wykonają prawo głosu ze wszystkich swoich akcji, a po drugie, pod głosowanie uwzględniające podejrzenie ziszczenia się przesłanek sankcji utraty prawa głosu przez danego akcjonariusza, czyli pod głosowanie, podczas którego ów akcjonariusz w ogóle nie wykona prawa głosu z należących do niego akcji bądź wykona je jedynie z ich części (w zależności od kategorii podejrzanego naruszenia).⁶⁶⁵ W rezultacie, po przeprowadzeniu obu konfiguracji głosowań nad daną uchwałą WZA przewodniczący może złożyć osobno oświadczenie o jej powzięciu lub niepowzięciu, zaś akcjonariusz uważający, że został bezzasadnie pozbawiony możliwości wykonywania prawa głosu w głosowaniu nad daną uchwałą może z kolei wystąpić z powództwem kwestionującym tę uchwałę. Sąd rozstrzygający zasadność tego powództwa powinien dokonać oceny czy akcjonariusz skarżący uchwałę powziętą w braku uwzględnienia jego głosów został słusznie pozbawiony prawa głosu z akcji, czy nie było ku temu podstaw prawnych. Jak trafnie zauważa R. Kwaśnicki potrzeba sądowej kontroli uchwał, przy podejmowaniu których nie uwzględniono głosów akcjonariusza podejrzanego o naruszenie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji ma jednakowoż sens jedynie w przypadku wystąpienia rozbieżności pomiędzy wynikami tych uchwał, a wynikami uchwał tej samej treści podejmowanych w głosowaniach, w których wzięto pod uwagę wszystkie głosy z akcji reprezentowanych na WZA.⁶⁶⁶

Opisana koncepcja tzw. wielokrotnego głosowania nad projektami tych samych uchwał WZA – w obliczu wątpliwości co do tego czy dany akcjonariusz może wykonywać prawo głosu ze swoich akcji, czy też prawo to utracił (w części lub w całości) na podstawie przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej – jest niewątpliwie rozwiązaniem ciekawym z praktycznego punktu widzenia, a zarazem wydaje się możliwa do zrealizowania w praktyce w

⁶⁶⁵ Zob. np. R. L. Kwaśnicki, *Gra o tron na zgromadzeniu*, Puls Biznesu z 28 kwietnia 2015 r., Nr 80/2015; R. L. Kwaśnicki, *Inwestorzy, konflikty i odpowiedzialność. Kto decyduje o prawach akcjonariusza na walnym zgromadzeniu?*, Gazeta Giełdy Parkiet z dnia 15 lutego 2016 r., s. 07.

⁶⁶⁶ *Ibidem*.

oparciu o środki prawne jakimi dysponuje *de lege lata* przewodniczący WZA. Pomimo tego jednak w ostatecznym rozrachunku koncepcja ta przyznaje *ius decidendi* sądowi powszechnemu, który w razie rozbieżności pomiędzy wynikami wielokrotnego głosowania nad tymi samymi uchwałami (rozbieżności te wydają się więcej niż prawdopodobne w sytuacji kiedy przyczyną wielokrotnego głosowania jest potrzeba rozstrzygnięcia wątpliwości dotyczących możliwości wykonywania prawa głosu przez nabywcę znacznego pakietu akcji, a więc podmiot dysponujący znacznym udziałem w ogólnej liczbie głosów spółki publicznej, a tym samym mający realny wpływ na kierunek uchwał WZA) powinien zgromadzić materiał dowodowy i przeprowadzić odpowiednie postępowanie dowodowe tak, aby dokonać właściwej oceny tego czy istotnie miały miejsce przesłanki dające asumpt do uniemożliwienia akcjonariuszowi wykonywania prawa głosu, a w konsekwencji stwierdzić czy akcjonariusz ten zasadnie kwestionuje uchwały, przy których głosowaniu nie brał udziału, czy też nie.

Reasumując stwierdzić należy, że jakkolwiek analizowana koncepcja wymaga inicjatywy przewodniczącego WZA, to wcale nie gwarantuje mu prawa definitywnego „wyegzekwowania” sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Przewodniczący takiego prawa nie ma. Koncepcja ta potwierdza natomiast, że w obliczu konfliktu – w tym przypadku polegającego na rozbieżnościach w wynikach różnych konfiguracji głosowań nad tą samą uchwałą, które obiektywnie rzecz biorąc będą miały najczęściej miejsce – wyłączną kognicję do zastosowania badanej sankcji i odebrania akcjonariuszowi prawa głosu z akcji ma ostatecznie i tak sąd powszechny. Z kolei czasochłonne postępowanie sądowe, jak zostało już zasygnalizowane, nie stanowi doraźnego sposobu zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a tym samym nie daje *ad hoc* pożądanego poczucia bezpieczeństwa i pewności stosunków korporacyjnoprawnych w razie sporu co do zaistnienia przesłanek tej sankcji. Przejrzystość tych stosunków winna zaś być priorytetem w obliczu dynamiki oraz złożoności współczesnego obrotu gospodarczego dokonywanego, w szczególności, przez spółki giełdowe.

5.3.4. Uprawnienia notariusza na WZA spółki publicznej

Stosowanie do treści art. 421 § 1 k.s.h. uchwały WZA powinny być umieszczone w protokole sporządzonym przez notariusza. Niezbędny zakres takiego protokołu określono w paragrafie 2 tego artykułu.⁶⁶⁷ Do protokołu z WZA dołącza się m.in. listę obecności z

⁶⁶⁷ W protokole z WZA stwierdzić należy prawidłowość zwołania WZA i jego zdolność do powzięcia uchwał oraz wymienia się powzięte uchwały, a przy każdej uchwale: liczbę akcji, z których oddano ważne głosy,

podpisami uczestników zgromadzenia. Z przywołanymi unormowaniami Kodeksu spółek handlowych korespondują także szczegółowe regulacje ustawy z dnia 13 lutego 1991 r. - Prawo o notariacie.⁶⁶⁸ Dajmy na to w myśl przepisów art. 104 tej ustawy notariusz spisuje protokoły z walnych zgromadzeń spółek akcyjnych w formie aktu notarialnego, a protokoły te podpisuje przewodniczący WZA oraz notariusz.⁶⁶⁹ Jednocześnie zgodnie z art. 79 pkt 4) prawa o notariacie sporządzenie protokołu z WZA stanowi czynność notarialną, a tym samym protokół taki jest dokumentem urzędowym w rozumieniu art. 2 § 2 tejże ustawy.⁶⁷⁰

Powyższe jest przejawem swoistego formalizmu korporacyjnego WZA, który polega m.in. na konieczności zachowania szczególnej formy zarówno uchwał, jak i przebiegu WZA, tj. formy aktu notarialnego.⁶⁷¹ W myśl art. 94 § 1 prawa o notariacie akt notarialny przed podpisaniem powinien zostać odczytany przez notariusza lub przez inną osobę w jego obecności, przy czym przy odczytaniu notariusz powinien się przekonać, że osoby biorące udział w czynności są świadome treści i znaczenia aktu oraz, że akt jest zgodny z ich wolą. Na żądanie tych osób winny zostać także odczytane załączniki do aktu notarialnego.

Biorąc pod uwagę opisane regulacje, które determinują status oraz prawa i obowiązki notariusza podczas WZA, warto rozważyć czy być może notariusz ma jakiegokolwiek możliwości kontrolowania prawidłowości wykonywania prawa głosu na WZA spółki publicznej – przez akcjonariusza, wobec którego podejrzewa się naruszenie obowiązków nabywców znacznych ilości akcji?

Poszukując odpowiedzi na tak postawione pytanie przede wszystkim zauważyć trzeba, że problematyka zakresu kognicji notariusza w zakresie protokołowania działań WZA została dotychczas dość obszernie zaprezentowana w literaturze przedmiotu – w dwóch odmiennych nurtach.⁶⁷² Według pierwszego z nich, rola notariusza na WZA ogranicza się do protokołowania przebiegu jego obrad i podejmowanych na nim uchwał, a tym samym notariusz nie ma najmniejszego nawet prawa ingerencji w działania WZA ani dokonywania

procentowy udział tych akcji w kapitale zakładowym, łączną liczbę ważnych głosów, liczbę głosów "za", "przeciw" i "wstrzymujących się" oraz zgłoszone sprzeciwy.

⁶⁶⁸ Tekst jedn. Dz. U. z 2017 r. poz. 2291 ze zm., dalej jako „prawo o notariacie”.

⁶⁶⁹ Zob. art. 104 § 1-2 oraz § 4 prawa o notariacie.

⁶⁷⁰ Zgodnie z art. 2 § 2 prawa o notariacie czynności notarialne, dokonane przez notariusza zgodnie z prawem, mają charakter dokumentu urzędowego. W kontekście kwalifikacji protokołu z WZA jako dokumentu urzędowego por także treść art. 244 k.p.c. w zw. z art. 2 § 1 prawa o notariacie.

⁶⁷¹ Por. M. Michalski (w:) A. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 727-728, a także A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 759.

⁶⁷² Zob. np. J. Szwaia (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaia, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 1221; A. Kappes (w:) W. J. Katner, U. Promińska (red.), *Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, Warszawa 2010, s. 136-137; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 180-181; R. Wrzecionek, *Postępowanie notarialne w kodeksie spółek handlowych*, Warszawa 2013, s. 135 i nast.; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 759-760.

ich oceny przez pryzmat zgodności z przepisami prawa.⁶⁷³ Z kolei drugi – odmienny – nurt przyznaje notariuszowi kompetencję w zakresie merytorycznej kontroli prawidłowości zarówno treści protokołowanych uchwał, jak i przebiegu WZA – pod kątem ich zgodności z prawem.⁶⁷⁴

W odniesieniu do problematyki naruszeń obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej i co za tym idzie ewentualnego „ubezpieczenia” części lub całości akcji reprezentowanych na WZA przez akcjonariusza, który uchybił tym obowiązkom, uznać za trafny należy pierwszy ze scharakteryzowanych wyżej poglądów doktryny. Nawet bowiem gdyby notariusz posiadał wiedzę odnośnie do nieprawidłowości nabycia znacznego pakietu akcji przez danego akcjonariusza i, jako wykwalifikowany prawnik, który niewątpliwie zna obowiązujące przepisy, dostrzegł potrzebę pozbawienia tegoż akcjonariusza prawa do głosowania nad uchwałami WZA (w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej), to nie może on odebrać tego prawa akcjonariuszowi, ani pominąć oddanych przez akcjonariusza głosów przy obliczaniu wyników głosowania nad daną uchwałą, gdyż *de lege lata* nie posiada żadnych instrumentów prawnych w tym zakresie. Notariusz pełni jedynie rolę protokolanta, który spisując działania mające miejsce w toku WZA winien brać pod uwagę polecenia przewodniczącego WZA.⁶⁷⁵ W razie zaś ewentualnego konfliktu notariusza z przewodniczącym WZA na tle np. niezgodności treści danej uchwały bądź poszczególnych działań zgromadzenia z przepisami prawa bądź postanowieniami statutu spółki, notariusz, będąc osobą zaufania publicznego (art. 2 § 1 prawa o notariacie), powinien po prostu sporządzić protokół i, uwzględnivszy w nim swoje uwagi, podpisać go oraz przedstawić do podpisu przewodniczącemu WZA. Możliwość notariusza polegająca na ewentualnym zasygnalizowaniu w treści protokołu z WZA swoich uwag co do nieprawidłowości poszczególnych działań WZA nie stanowi jednak w żadnym razie o sposobności notariusza skutecznej egzekucji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁶⁷⁶

Reasumując, uprawnienia notariusza na WZA sprowadzają się do odwzorowania przebiegu jego obrad i sporządzenia odpowiedniego protokołu w tym zakresie. Notariusz pełni wprawdzie funkcję swoistego urzędnika państwowego przy sporządzaniu aktu notarialnego protokołującego WZA, ale nie może rozstrzygać o uprawnieniach

⁶⁷³ Na dość dobitne poparcie tego stanowiska M. Mataczyński cytuje następujące zdanie przypisywane M. Allerhandowi: „notariusz jest tylko piórem walnego zgromadzenia” – zob. szerzej M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 181. Por. także R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 201.

⁶⁷⁴ Zob. np. A. Kappes (w:) W. J. Katner, U. Promińska (red.), *op. cit.*, s. 138-139.

⁶⁷⁵ R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 201.

⁶⁷⁶ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 181-182.

korporacyjnoprawnych akcjonariuszy, których kontrola zarezerwowana jest wyłącznie dla sądu powszechnego.

5.3.5. Funkcje i zadania Komisji Nadzoru Finansowego w ramach jej kompetencji nadzorczych

Ponieważ ani akcjonariusze, ani zarząd spółki publicznej, ani przewodniczący WZA, ani też notariusz sporządzający protokół z tego zgromadzenia nie posiadają skutecznych instrumentów prawnych umożliwiających im decydowanie o zastosowaniu sankcji w postaci ograniczenia bądź odebrania prawa głosu akcjonariuszowi, który naruszył powinności dotyczące nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych (art. 89 ustawy o ofercie publicznej), a tym samym nie można definitywnie uznać ich kompetencji w tym zakresie, warto zastanowić się nad ewentualnymi możliwościami Komisji Nadzoru Finansowego w tym obszarze – biorąc pod uwagę jej pozycję ustrojową, realizowane przez nią funkcje oraz spoczywające na niej zadania w ramach nadzoru nad rynkiem finansowym – a w kontekście problematyki stanowiącej przedmiot niniejszej rozprawy – nad rynkiem kapitałowym.

KNF jest centralnym organem administracji publicznej, który został utworzony w celu sprawowania nadzoru nad funkcjonowaniem całego rynku finansowego (art. 3 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym).⁶⁷⁷ Użyte w tym miejscu pojęcie „nadzoru” rozumieć należy jako możliwość sprawowania przez KNF kontroli polegającej na weryfikacji danego stanu faktycznego przez pryzmat stanu normatywnego – jako stanu pożądanego, połączoną z prawem KNF podejmowania w danych okolicznościach wobec podmiotu nadzorowanego władczych działań w razie stwierdzenia nieprawidłowości (rozbieżności pomiędzy stanem faktycznym, a pożądanym stanem normatywnym), przy jednoczesnym wyposażeniu KNF w niezbędne ku temu instrumenty prawne (środki nadzoru).⁶⁷⁸ Nadzór nad rynkiem finansowym realizowany przez KNF obejmuje szereg płaszczyzn, w tym m.in. sektor bankowy, emerytalny, ubezpieczeniowy, pieniężny, płatniczy, ratingowy, uzupełniający, jak również rynek kapitałowy związany z tematyką niniejszej pracy.⁶⁷⁹ Zgodnie z art. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie

⁶⁷⁷ Szerzej nt. statusu ustrojowego KNF zob. np. B. Wojno (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, op. cit., s. 1384 i nast.; a także M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 71 i nast.

⁶⁷⁸ Por. B. Wojno (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, op. cit., s. 1368-1369 wraz z powołaną tam literaturą.

⁶⁷⁹ Zob. art. 1 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym. Szerzej w kwestii zakresu nadzoru KNF nad rynkiem finansowym zob. np. *Ibidem*, s. 1370 i nast.

prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku poprzez rzetelną informację dotyczącą jego funkcjonowania, przez realizację celów określonych w regulacjach poświęconych poszczególnym sektorom rynku finansowego. Do zadań KNF określonych na poziomie regulacji rynku finansowego należy: sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym; podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku finansowego; podejmowanie działań mających na celu rozwój rynku finansowego i jego konkurencyjności; podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku finansowego, jego zagrożeń oraz podmiotów na nim funkcjonujących w celu ochrony uzasadnionych interesów uczestników rynku finansowego, w szczególności poprzez nieodpłatne publikowanie – w formie i czasie przez siebie określonym – ostrzeżeń i komunikatów w publicznym radiu i telewizji; udział w przygotowywaniu projektów aktów prawnych w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym; stwarzanie możliwości polubownego i pojednawczego rozstrzygnięcia sporów między uczestnikami rynku finansowego, w szczególności sporów wynikających ze stosunków umownych między podmiotami podlegającymi nadzorowi KNF a odbiorcami usług świadczonych przez te podmioty; współpraca z Komisją Nadzoru Audytowego; a także wykonywanie innych zadań określonych ustawami (art. 4 ust. 1 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym).

Pomimo uniwersalnego określenia kompetencji nadzorczych KNF nad rynkiem finansowym na poziomie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, szczegółowe funkcje i zadania KNF w odniesieniu do rynku kapitałowego zostały skonkretyzowane w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. W myśl art. 4 ust. 1 tej ustawy celem nadzoru sprawowanego przez KNF w obszarze rynku kapitałowego jest zapewnienie jego prawidłowego funkcjonowania, w szczególności zaś bezpieczeństwa obrotu, ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu. Cel ten z kolei KNF ma realizować poprzez wykonywanie zadań wymienionych w treści art. 7 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Należy do nich: podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku kapitałowego; sprawowanie nadzoru nad działalnością podmiotów nadzorowanych oraz wykonywaniem przez te podmioty obowiązków związanych z ich uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym, w zakresie określonym przepisami prawa; podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego; wykonywanie innych zadań określonych

przepisami prawa; jak również przygotowywanie projektów aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego.

Wymienione wyżej cele i zadania KNF kreują otwarty katalog kompetencji nadzorczych tego organu o czym świadczy, w szczególności, odesłanie do innych regulacji stanowiących o zadaniach KNF.⁶⁸⁰ Zresztą w myśl art. 4 ust 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym środki nadzoru, którymi dysponuje KNF określa nie tylko przedmiotowa ustawa, ale również przepisy odrębne – dedykowane konkretnym obszarom rynku kapitałowego.⁶⁸¹ Na potrzebę analizy prowadzonej w tym punkcie pracy należy zatem wziąć pod uwagę przede wszystkim przepisy ustawy o ofercie publicznej poświęcone instrumentom nadzorczym umożliwiającym KNF administracyjnoprawne oddziaływanie na uczestników obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Ponieważ przepisy te zostały już w znacznej mierze omówione w dotychczasowych rozdziałach pracy, to poniżej zostaną one jedynie zasygnalizowane w kontekście oceny możliwości KNF w zakresie kontroli tego obrotu oraz, w razie stwierdzenia nieprawidłowości, stosowania sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

Przede wszystkim, KNF jest formalnym beneficjentem wszystkich obowiązków – zarówno notyfikacyjnych, jak i informacyjnych – spoczywających odpowiednio na nabywcach znacznych pakietów akcji spółek publicznych, jak na samych tych spółkach. Wynika to *expressis verbis* z treści art. 69 ust. 1 oraz art. 70 ustawy o ofercie publicznej, które wymagają informowania KNF o zmianach stanu posiadania znacznych ilości akcji w spółkach giełdowych oraz o wynikającym z tego rozkładzie sił na WZA tych spółek. Nie ulega kwestii, że przytoczone przepisy mają umożliwić KNF faktyczne sprawowanie funkcji nadzorczej w sferze przejrzystości obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych oraz struktur ich akcjonariatu.

Ponadto, KNF zapewniono także odpowiednie mechanizmy bezpośredniego nadzoru nad realizacją obowiązków związanych z procedurą wezwania na akcje. W szczególności, KNF powinna otrzymać od domu maklerskiego pośredniczącego w ogłoszeniu wezwania z góry, nie później niż 14 dni roboczych przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów, zawiadomienie o zamiarze ogłoszenia wezwania na akcje wraz z załączoną treścią dokumentu wezwania (art. 77 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej). W rezultacie zaś, mając wgląd w treść wezwania, KNF może żądać wprowadzenia zmian lub uzupełnień wezwania, bądź

⁶⁸⁰ Zob. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 25-27.

⁶⁸¹ Por. M. Wędrychowski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 1472.

przekazania wyjaśnień co do jego treści – w terminie 3 dni roboczych przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów w odpowiedzi na wezwanie (art. 78 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej). KNF może także władczo oddziaływać na podmioty ogłaszające wezwanie w razie zaistnienia komplikacji związanych z ustaleniem ceny proponowanej w wezwaniu, zgodnie z unormowaniami art. 79 ust. 4a-4f ustawy o ofercie publicznej. W tym wymiarze KNF ma możliwość aprobować, w drodze decyzji administracyjnej, cenę niespełniającą waloru ceny godziwej.

Na gruncie ustawy o ofercie publicznej określono nie tylko instrumenty prawne umożliwiające KNF kontrolę działań nabywców znacznych pakietów akcji pod kątem ich zgodności z prawem, ale także środki oddziaływania KNF na te podmioty w razie stwierdzenia naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych. Na podstawie art. 97 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej KNF może nałożyć karę pieniężną do wysokości 10 000 000 złotych na nabywcę znacznego pakietu akcji w przypadku naruszenia, w szczególności, wymogów związanych z przeprowadzaniem wezwań majoryzacyjnych. Z kolei zgodnie z ustępem 1a tego samego artykułu KNF dysponuje prawem do penalizowania przypadków naruszenia obowiązków notyfikacyjnych, to jest może zastosować wobec nabywcy znacznego pakietu akcji, który nie dokonuje w terminie zawiadomienia lub dokonuje go z naruszeniem warunków określonych w art. 69 ustawy o ofercie publicznej, karę pieniężną w wysokości do 1 000 000 złotych (w przypadku osób fizycznych) bądź do 5 000 000 złotych albo równowartości 5% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym rocznym sprawozdaniu finansowym (w przypadku innych podmiotów). Jednocześnie, w myśl art. 97 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej KNF ma możliwość zobowiązać ukaranego nabywcę znacznego pakietu akcji do zaniechania lub powstrzymania się od podejmowania działań stanowiących naruszenie lub wyznaczyć termin ponownego wykonania obowiązku, którego naruszenie było podstawą zastosowania kary pieniężnej. W razie zaś bezskutecznego upływu tego terminu KNF może powtórnie zadecydować na nałożeniu kary pieniężnej.

W związku z powyższym nie ulega wątpliwości, że regulacje ustawy o ofercie publicznej zapewniają KNF szeroki zakres środków nadzoru nad obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Niemniej jednak z punktu widzenia problemu analizowanego w tym rozdziale rozprawy kluczowe jest pytanie o to, czy w oparciu o przyznane KNF środki nadzoru może ona także decydować o zastosowaniu sankcji korporacyjnoprawnej, której przedmiotem jest zakaz wykonywania prawa głosu z akcji przez

nabywcę znacznego pakietu akcji, który dopuścił się naruszeń obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej?

Odpowiedź na to pytanie musi być przecząca. Przede wszystkim, zauważyć należy, że KNF sprawuje swój nadzór wyłącznie w sferze administracyjnoprawnego modelu regulacji rynku kapitałowego. Zakłada on możliwość władczego oddziaływania KNF, jako organu administracji publicznej, na podmioty obowiązane do przestrzegania określonych reguł obrotu na tym rynku, w tym na nabywców znacznych ilości akcji spółek publicznych. Owo władcze oddziaływanie kształtuje swoistą jurysdykcję administracyjnoprawną KNF w sprawach związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych. Jurysdykcję tę KNF realizuje w oparciu o przysługujące jej w tym zakresie środki nadzoru (np. wgląd w wykonywanie obowiązków związanych ze zmianami stanu posiadania i stosowanie kar pieniężnych w razie stwierdzenia ich naruszeń), w drodze indywidualnych decyzji administracyjnych wydawanych, co do zasady, po przeprowadzeniu rozprawy.⁶⁸² Jurysdykcja ta nie obejmuje natomiast swoim zakresem stosowania sankcji prywatnoprawnych ani ingerencji w prawa podmiotowe wynikające z papieru wartościowego jakim jest akcja. Rzecz jasna trzeba odnotować, że KNF musi niekiedy zająć stanowisko w sprawach natury prywatnoprawnej (np. KNF bada i zatwierdza prospekt emisyjny, którego poszczególne postanowienia mają z reguły charakter prywatnoprawny – kontraktowy⁶⁸³), albowiem współczesny obrót na rynku kapitałowym, tak samo zresztą jak cały nowoczesny obrót gospodarczy, polega, w szczególności, na relacjach kontraktowych, ale w żadnym razie nie oznacza to, że można domniemywać jurysdykcję KNF w zakresie decydowania o prawach korporacyjnych akcjonariuszy wynikających ze stosunku spółki akcyjnej.⁶⁸⁴ Wyłączna jurysdykcja w sprawach cywilnych – do jakich niewątpliwie zalicza się sprawa ze stosunku

⁶⁸² Patrz art. 97 ust. 5 ustawy o ofercie publicznej oraz art. 11 ust. 1 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym. Zob. szerzej D. K. Nowicki, *op. cit.*, s. 6.

⁶⁸³ Prospekt emisyjny zawiera, co do zasady, treści dwojakiej natury – oświadczenia wiedzy i oświadczenia woli emitenta. Te drugie determinują kontraktowy charakter prospektu emisyjnego. Weryfikując prospekt emisyjny w toku postępowania w przedmiocie jego zatwierdzenia, KNF winna go badać, w szczególności, pod kątem formalnym (tj. sprawdzać czy zamieszczone są w nim wszystkie wymagane przepisami prawa informacje), niemniej jednak, w praktyce, KNF korzysta zwykle ze swych uprawnień nadzorczych w tym zakresie (art. 26a i art. 32 ustawy o ofercie publicznej) w sposób wykraczający poza granice administracyjnoprawnej jurysdykcji, żądając od emitenta wprowadzenia zmian lub uzupełnień wszelkiego rodzaju treści. Znane są nawet przypadki, kiedy KNF podejmowała się weryfikacji treści uchwały walnego zgromadzenia w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego i emisji akcji objętych danym prospektem – pod kątem jej zgodności z prawem (sic!). Rzecz jasna takowe uprawnienie nie należy do kompetencji nadzorczych KNF. W każdym razie specyfika obrotu giełdowego powoduje, że w praktyce zdarza się KNF zajmować sprawami natury prywatnoprawnej. W kwestii charakteru prawnego prospektu emisyjnego oraz uprawnień nadzorczych KNF w zakresie jego badania i zatwierdzenia – zob. w szczególności T. Sójka, *Obowiązki...*, *op. cit.*, s. 76-87 oraz R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 70-74 i 84-92.

⁶⁸⁴ Por. B. Wojno (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 1377.

korporacyjnoprawnego dotycząca prawa głosu z akcji – należy do sądów powszechnych (art. 1 i art. 2 k.p.c.).

Oczywiście, na mocy omówionych wyżej regulacji KNF ma za zadanie sprawować pieczę nad prawidłowym funkcjonowaniem rynku kapitałowego, w szczególności, zapewniać bezpieczeństwo obrotu, ochronę inwestorów, a także czuwać nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu (w tym, rzecz jasna, obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych). W tym celu z kolei KNF została wyposażona w szereg zasygnalizowanych wyżej środków nadzorczych, m.in., prawo nakładania sankcji administracyjnoprawnych w postaci kar pieniężnych, o których mowa w art. 97 ustawy o ofercie publicznej.⁶⁸⁵ Natomiast żaden przepis obowiązującego prawa nie przyznaje KNF kompetencji do rozstrzygnięcia o posiadaniu bądź nieposiadaniu prawa do głosowania przez akcjonariusza na WZA spółki publicznej, czyli do egzekwowania sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Gdyby racjonalnie działający ustawodawca chciał rozszerzyć kompetencje KNF o możliwość oddziaływania także na sferę korporacyjnoprawną, to stwierdziłby to *expressis verbis* w treści tego lub innego przepisu – aczkolwiek rozwiązanie takie wykraczałoby poza administracyjnoprawne środki nadzoru, jakimi powinna dysponować KNF ze względu na swoją pozycję ustrojową. Z całym przekonaniem nie można natomiast domniemywać takiej kompetencji KNF na podstawie ogólnych regulacji ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym czy ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym formułujących funkcje i zadania KNF w ramach sprawowanego przez nią nadzoru nad tymi rynkami. Pomimo zatem tego, że KNF posiada środki kontroli prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych i może z reguły z łatwością odnotować naruszenie wymogów prawnych w tym zakresie, to nie odgrywa istotnej roli w związku z uruchomieniem sankcji w postaci pozbawienia akcjonariusza prawa głosu z części lub całości posiadanych akcji spółki giełdowej.⁶⁸⁶

Na koniec warto jednakowoż uzupełnić, że pomimo, iż KNF nie posiada *ius decidendi* odnośnie do „wyegzekwowania” zakazu wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza

⁶⁸⁵ Wydaje się *notabene*, że katalog sankcji – kar, które KNF może nakładać na podstawie tego artykułu na nabywców znacznych pakietów akcji w ramach sprawowanego nadzoru nad rynkiem kapitałowym został określony w sposób wyczerpujący.

⁶⁸⁶ Brak *de lege lata* instrumentów prawnych KNF w odniesieniu do decydowania o „ubezgodnieniu” akcji w ramach zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie pozbawia jednak KNF możliwości faktycznego przyczynienia się do zastosowania tejże sankcji wobec akcjonariusza, który uchybił obowiązkowi związanym ze zmianami stanu posiadania. Ostateczna decyzja KNF w przedmiocie nałożenia na danego akcjonariusza kary pieniężnej, wydana po przeprowadzeniu postępowania administracyjnego, na podstawie regulacji art. 97 ustawy o ofercie publicznej, może bowiem w praktyce potwierdzać podejrzenia co do niezgodnych z prawem działań danego akcjonariusza i stanowić swoisty dowód na okoliczność zaistnienia przesłanek aktualizacji sankcji korporacyjnoprawnej w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji.

spółki publicznej w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej, to tego rodzaju uprawnienia zostały jej przyznane na tle regulacji ustaw szczegółowych wobec akcjonariuszy banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy domu maklerskiego. Na podstawie, odpowiednio, art. 25n ust. 1 prawa bankowego, art. 98 ust. 1 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 56 ust. 1 pkt 2) ustawy o funduszach inwestycyjnych czy art. 108 ust. 1 pkt 2) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi KNF może bowiem, w drodze decyzji administracyjnej, zakazać akcjonariuszowi wykonywania prawa głosu ze wszystkich posiadanych akcji (tego rodzaju spółek), a decyzja taka zaopatrywana jest w klauzulę natychmiastowej wykonalności.⁶⁸⁷ Co więcej, w szczególnie uzasadnionych przypadkach, na wniosek danego akcjonariusza, KNF może także uchylić zakaz wykonywania prawa głosu z akcji banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub domu maklerskiego.⁶⁸⁸ Zakres instrumentów prawnych oddziaływania przez KNF na prawo głosu akcjonariuszy wymienionych kategorii spółek – często mających status spółki publicznej – jest zatem dosyć szeroki. Reprezentując cywilistyczny nurt rozumowania należy jednak wyrazić obawy czy w ogóle konstrukcja polegająca na przyznaniu administracyjnemu organowi nadzoru kompetencji ingerujących w sferę cywilnoprawną, czyli w sferę prywatnych praw podmiotowych akcjonariuszy spółek akcyjnych, niezależnie od specyfiki przedmiotu ich działalności gospodarczej, jest właściwa – skoro powoduje *de iure* zatarcie granicy pomiędzy administracyjnoprawnym oraz cywilnoprawnym modelem regulacji i nadzoru stosunków między uczestnikami rynku finansowego. Pozostawiając tę kwestię nierozstrzygniętą

⁶⁸⁷ Zob. komunikat KNF w przedmiocie decyzji podjętej podczas 211. posiedzenia KNF w dniu 8 kwietnia 2014 r. w sprawie zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, a także nakazu zbycia wszystkich akcji banku FM Bank PBP S.A. posiadanych przez fundusz PL Holdings S.a.r.l. oraz Abris-EMP Capital Partners Limited, która to decyzja odbiła się niezwykle szerokim echem na rynku finansowym i zapoczątkowała długotrwały (nierozstrzygnięty po dzień dzisiejszy) spór o wielomilionowe odszkodowanie pomiędzy *de facto* „wywłaszczonym” funduszem *private equity* a polskim Skarbem Państwa. Komunikat dotyczący źródłowej decyzji KNF dostępny jest na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/?articleId=52864&p_id=18. Odnośnie do genezy opisanego sporu por. np. E. Twaróg, *Cichy finał sprawy FM Banku PBP*, Puls Biznesu z 23.02.2016 r. – artykuł dostępny na stronie internetowej pod adresem: <https://www.pb.pl/cichy-final-sprawy-fm-banku-pbp-822562> oraz D. Paćkowski, *Sprawa o odszkodowanie dla Abrisu za FRM Bank wróci w listopadzie*, Stockwatch z 25.07.2018 r. – artykuł dostępny na stronie internetowej pod adresem: <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/sprawa-o-odszkodowanie-dla-abrisu-za-fm-bank-wroci-w-listopadzie-2,akcje,221186>, a także wyrok szwedzkiego Trybunału Arbitrażowego przy Instytucie Arbitrażu Sztokholmskiej Izby Handlowej (szw. *Stockholms Handelskammars Skiljedomsinstitut*) z dnia 28 czerwca 2017 r., n° V 2014/163 – wyrok dostępny na stronie internetowej pod adresem: <https://www.italaw.com/cases/6209> (wszystkie dane internetowe wedle dostępu na dzień 1 stycznia 2019 r.). W kontekście uwarunkowań normatywnych decyzji KNF wydawanej na podstawie art. 25n ust. 1 prawa bankowego zob. szerzej M. Torończyk, *Decyzja z art. 25n ust. 1 ustawy – Prawo bankowe*, MPB 2015, Nr 4, s. 62-75.

⁶⁸⁸ Zob. odpowiednio art. 25m prawa bankowego, art. 96 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 54m ustawy o funduszach inwestycyjnych, art. 106m ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

zważywszy na ograniczone ramy niniejszej dysertacji należy jednak wyraźnie wskazać, że przywołane przepisy stanowią swoiste *leges speciales* wprowadzające wyjątkowe uprawnienia KNF i pod żadnym pozorem nie powinno się ich interpretować rozszerzająco, a tym bardziej nie można czerpać z nich jakiegokolwiek analogii przy poszukiwaniu rozwiązań dotyczących stosowania ogólnej regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

5.3.6. Ocena sądowa procesu nabywania znacznego pakietu akcji spółki publicznej oraz wykonywania prawa głosu na WZA spółki publicznej

5.3.6.1. Prymat kompetencji sądu w zakresie stwierdzania prawidłowości obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych oraz zapewnienia zgodności wykonywania przez akcjonariusza prawa głosu na WZA spółki publicznej z przepisami ustawy o ofercie publicznej

Rynek kapitałowy porównać można do zespołu naczyń połączonych. Złożoność, a zarazem niejednorodność tego rynku przejawia się m.in. na tle jego ram prawnych.⁶⁸⁹ Odnosi się to także do obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Z jednej strony bowiem na regulację tego obrotu składa się szereg norm o charakterze administracyjnoprawnym, polegających na kontroli prawidłowości zmian stanu posiadania przez organ administracji publicznej (KNF) i jego władczyemu oddziaływaniu na podmioty uczestniczące w tym obrocie w granicach ustawowego umocowania (administracyjnoprawna metoda regulacji rynku kapitałowego).⁶⁹⁰ Z drugiej strony zaś obrót znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych polega na relacjach kontraktowych, a tym samym jest podporządkowany w znacznej mierze zasadom regulacji cywilnoprawnych, które zakładają równorzędność jego uczestników oraz zastosowanie swoistych konsekwencji cywilnoprawnych wobec nich – w razie niewywiązania się z obowiązków determinujących kształt tego obrotu (cywilnoprawna metoda regulacji rynku kapitałowego).

Taki rozdział regulacji oraz charakteru stosunków prawnych w obrocie znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych zdaje się potwierdzać, że wyłączną kognicję do wydawania wiążących rozstrzygnięć o prawach i obowiązkach uczestników tego obrotu w

⁶⁸⁹ Por. M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 2-5.

⁶⁹⁰ Administracyjnoprawna metoda regulacji zakłada zresztą swoistą nierównorzędność relacji pomiędzy organem sprawującym nadzór w imieniu państwa (KNF) a podmiotami nadzorowanymi. Nadrzędność organu nadzoru w tym układzie przejawia się m.in. w możliwości penalizowania przypadków naruszeń prawa dokonanych przez te podmioty za pomocą środków (sankcji) administracyjnoprawnych, w które ten organ jest ustawowo wyposażony.

obrębie cywilnoprawnej metody regulacji ma sąd powszechny. Dotyczy to, w szczególności, rozstrzygnięcia o konsekwencjach cywilnoprawnych, do których zalicza się oczywiście sankcja korporacyjnoprawna będąca przedmiotem badań prowadzonych w tej pracy, czyli zakaz wykonywania prawa głosu z akcji, o którym mowa w treści art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Takie stanowisko wynika m.in. z tego, że władza KNF rozciąga się tylko na administracyjnoprawną płaszczyznę regulacji obrotu znacznymi ilościami akcji i na tej płaszczyźnie się ogranicza. KNF nie ma kompetencji władczych ani w odniesieniu do oceny, ani do stosowania regulacji cywilnoprawnych normujących obrót znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych.⁶⁹¹ W przeciwnym przypadku doszłoby do pomieszania opisanych metod regulacji rynku kapitałowego. Co więcej, jak zostało już ustalone w dotychczasowych wywodach, także sami akcjonariusze spółki publicznej, jej zarząd, przewodniczący WZA, czy notariusz sporządzający protokół z WZA nie mają *ius decidendi* w sprawach związanych z oceną prawidłowości obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych i co za tym idzie nie mogą rozstrzygać o posiadaniu bądź nieposiadaniu prawa głosu na WZA przez akcjonariusza, który dopuścił się uchybień. Organy lub podmioty te związane są ze sobą relacjami (co do zasady kontraktowymi), na podstawie których są sobie równorzędne, a więc nie mogą dokonywać wobec siebie arbitralnych rozstrzygnięć w kwestii spoczywających na nich obowiązków lub przysługujących im praw. Ponadto, norm o charakterze sankcyjnym (do takich zaliczają się normy przewidziane w art. 89 ustawy o ofercie publicznej) nie wolno interpretować rozszerzająco, co oznacza, że nie tylko nie należy rozszerzająco traktować ich zakresu przedmiotowego, lecz również nie należy domniemywać kompetencji do ich egzekwowania na rzecz organów lub podmiotów, które nie są w tym celu *expressis verbis* umocowane.⁶⁹² Do wiążącego stwierdzenia zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 ustawy o ofercie publicznej wobec akcjonariusza spółki publicznej nie może być zatem władny żaden organ ani podmiot, który nie został w tym celu wyraźnie umocowany przepisami prawa bądź też jego prawo w tym zakresie nie wynika z jego ustrojowych kompetencji. Taki stan rzeczy świadczy o tym, że *de lege lata* prymat w kontekście oceny prawidłowości procesów nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych w celu stwierdzenia przesłanek i aktualizacji badanej sankcji (pozbawienia prawa głosu z akcji)

⁶⁹¹ W myśl wyjaśnień poczynionych w poprzednim punkcie pracy KNF, realizując swe uprawnienia nadzorcze, wykracza niekiedy poza granice swego władztwa administracyjnego (np. ingerując w treść prospektu emisyjnego czy w treść oferty formułowanej w ramach wezwania na akcje, a więc w treść dokumentów, których poszczególne postanowienia mają naturę prywatnoprawną – kontraktową), natomiast nie oznacza to, że można domniemywać kognicji KNF w rozstrzygnięciu spraw natury cywilnoprawnej zachodzących na rynku kapitałowym. Zob. pkt 5.3.5. powyżej.

⁶⁹² Por. np. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 17.

przysługuje sądowi powszechnemu, który jako organ wymiaru sprawiedliwości jest władny wyrokować w sprawach cywilnych.⁶⁹³

Zakaz wykonywania prawa głosu z akcji stanowi sankcję, która aktualizuje się *ex lege* na skutek naruszenia obowiązków notyfikacyjnych bądź w razie uchybienia obowiązkowi ogłoszenia wezwania na akcje. Teoretycznie rzecz biorąc odebranie prawa głosu z akcji na tym tle nie powinno więc wymagać dla swej skuteczności żadnego dodatkowego rozstrzygnięcia ze strony sądu powszechnego.⁶⁹⁴ Zresztą w świetle treści art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej prawo głosu z akcji wykonane wbrew zakazowi nie jest po prostu uwzględniane przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA. W praktyce stan faktyczny polega jednak najczęściej na sporze, w którym akcjonariusz „podejrzany” o naruszenie ustawowych powinności nie uznaje swych uchybień bądź, po prostu, na wątpliwościach kto ma prawo stwierdzić uchybienia i wyłączyć z głosowania akcje dotknięte sankcją. W takiej sytuacji powstaje potrzeba „odgórnjej” oceny postępowania danego akcjonariusza, a przeto obiektywnie wiążącego ustalenia czy prawo głosu z akcji mu przysługuje, czy też nie, a jeśli tak, to w jakim zakresie należy brać je pod uwagę przy podejmowaniu uchwał WZA. Nie ulega kwestii, że sąd dysponuje instrumentami prawnymi, w oparciu o które ma możliwość kontroli zgodności nabycia znacznego pakietu akcji spółki giełdowej z regulacjami rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej (ustalenie faktów, przeprowadzenie dowodów z dokumentów, ze świadków, z przesłuchania stron itd.) w celu stwierdzenia istnienia bądź nieistnienia prawa akcjonariusza do wykonywania prawa głosu z akcji – a w przypadku jego bezprawnego wykonania – następczego orzeczenia o ważności albo nieważności uchwały WZA. Jednocześnie sąd ma prawo korzystać z tego rodzaju instrumentów w toku rozmaitych postępowań mogących mieć za przedmiot ocenę możliwości i zakresu wykonywania prawa głosu przez nabywcę znacznego pakietu akcji spółki publicznej – zarówno *ex ante*, jak i *ex post*.⁶⁹⁵ Przegląd wypowiedzi doktryny oraz judykatury na tym tle pozwala stwierdzić, że sąd powszechny ma możliwość rozstrzygać o prawie bądź braku prawa do głosowania przez nabywcę znacznego pakietów akcji spółek giełdowych w następujących trybach: w drodze powództwa o ustalenie prawa głosu z akcji na podstawie art. 189 k.p.c., które może być wytoczone niezależnie od odbycia WZA (a zatem również

⁶⁹³ Zob. art. 1 i art. 2 k.p.c. oraz art. 1 ustawy z dnia 27 lipca 2001 r. – Prawo o ustroju sądów powszechnych (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 23 ze zm.), zwanej dalej jako „prawo o ustroju sądów powszechnych”.

⁶⁹⁴ Por. K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 511.

⁶⁹⁵ Jakkolwiek z góry warto zaznaczyć, że wobec praktycznej fikcyjności zasady szybkości postępowania sądowego w Polsce (art. 6 k.p.c.) wydanie przez sąd rozstrzygnięcia *ex ante*, tj. chociażby przed rozpoczęciem przez najbliższe WZA głosowania nad poszczególnymi uchwałami umieszczonymi w jego porządku obrad, wydaje się iluzoryczne. Podobnie A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 582.

„prewencyjnie” – przed oddaniem wątpliwych głosów z akcji przez danego akcjonariusza); w drodze powództwa o ustalenie rzeczywistego kształtu uchwały na podstawie art. 189 k.p.c., które może być jednakowoż wytoczone wyłącznie *ex post*, tj. w celu określenia obiektywnego kierunku już podjętej uchwały – z ewentualnym pominięciem głosów, które nie powinny być uwzględnione w głosowaniu nad uchwałą; w drodze powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały na podstawie art. 425 § 1 k.s.h., które również może być wytoczone wyłącznie *ex post*, czyli *de facto* po zakończeniu WZA i w przypadku podjęcia przez nie kwestionowanej uchwały w wyniku głosowania z udziałem lub bez udziału głosów objętych sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁶⁹⁶ Swoistym trybem, w drodze którego sąd może także ocenić i tymczasowo unormować prawo głosu z akcji przysługujące nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej jest postępowanie w przedmiocie udzielenia zabezpieczenia roszczenia niepieniężnego na podstawie art. 755 k.p.c., o którym sąd może postanowić zarówno przed wytoczeniem wyżej opisanych powództw, jak również w ich toku.⁶⁹⁷ W kontekście analizowanych sposobów rozstrzygnięcia przez sąd o zastosowaniu sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej postępowaniu zabezpieczającemu przypisać jednak trzeba jedynie akcesoryjne znaczenie jako, że stanowi ono wyłącznie środek o charakterze tymczasowym, związany z potrzebą ochrony roszczenia będącego przedmiotem danego powództwa – na czas trwania postępowania sądowego.

Ius decidendi sądu w zakresie zastosowania zakazu wykonywania prawa głosu z akcji na podstawie regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej polega zatem na szerokim spectrum możliwości. Poniżej omówiona zostanie możliwość ustalenia przez sąd prawa głosu z akcji nabywcy znacznego pakietu akcji, który naruszył obowiązki z rozdziału 4 przedmiotowej ustawy, na podstawie art. 189 k.p.c. ponieważ jest to *de lege lata* jedyny tryb umożliwiający kontrolę prawidłowości obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych oraz, przynajmniej hipotetycznie, wydanie prawomocnego rozstrzygnięcia przez sąd o prawie albo braku prawa nabywcy znacznego pakietu akcji do wykonywania prawa głosu z akcji jeszcze przed rozpoczęciem WZA. Pozostałe tryby sądowej oceny prawa akcjonariusza do

⁶⁹⁶ Zob. np. M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 33; K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 514; A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 20-25; M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 543; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 501-504; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 182 i nast.; D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 376-377; A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 583-585; a także wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144; wyrok SN z dnia 5 września 2012 r., sygn. akt IV CSK 589/11, SIP LEX nr 1232242 oraz wyrok SA w Białymstoku z dnia 14 lipca 2011 r., sygn. akt I ACa 246/11, SIP LEX nr 1164168.

⁶⁹⁷ Por. M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 52.

wykonywania prawa głosu w kontekście naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji, o których wspomniano powyżej, jako rozwiązania o charakterze *ex post*, będą przedmiotem rozważań kolejnego rozdziału rozprawy poświęconego analizie konsekwencji korporacyjnoprawnych oddania przez akcjonariusza głosu wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej i wyłącznej kognicji sądu w zakresie eliminacji wadliwie podjętej uchwały WZA z obrotu prawnego.

5.3.6.2. Możliwość wytoczenia „prewencyjnego” powództwa w trybie art. 189 Kodeksu postępowania cywilnego o ustalenie „wątpliwego” prawa głosu akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji na WZA spółki publicznej

Powództwo wytoczone na podstawie art. 189 k.p.c. wydaje się być najbardziej optymalnym trybem sądowego zbadania przesłanek aktualizacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a co za tym idzie wiążącego ustalenia istnienia, częściowego istnienia bądź całkowitego nieistnienia prawa nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej do wykonywania prawa głosu na WZA. Jest to bowiem jedyny spośród dostępnych *de lege lata* środków prawnoprocesowych, który w obliczu faktycznego sporu co do zastosowania sankcji odbierającej prawo głosu z akcji należących do akcjonariusza podejrzanego o naruszenie obowiązków z rozdziału 4 wskazanej ustawy stwarza, przynajmniej teoretycznie, szansę prawomocnego „wyegzekwowania” tejże sankcji *ex ante*, a więc przed rozpoczęciem WZA, podczas którego mogłoby dojść do wadliwego aktu głosowania nad uchwałami. Jako jedyny daje również możliwość definitywnego rozstrzygnięcia przedmiotowego sporu na przyszłość. Alternatywne powództwo w sprawie stwierdzenia nieważności uchwały WZA sprzecznej z ustawą, wytoczone na podstawie art. 425 § 1 k.s.h., służy jedynie eliminacji podjętej już uchwały z obrotu prawnego, a wydany w drodze tego powództwa wyrok dotyczy *de iure* tylko i wyłącznie objętej nim uchwały (lub uchwał), mając tym samym ograniczony (punktowy) wymiar w porównaniu do skutków wyroku rozstrzygającego powództwo z art. 189 k.p.c., który może stwierdzać utratę prawa głosu z akcji w ujęciu generalnym, czyli stanowić wiążącą wszystkich zainteresowanych (spółkę – jej zarząd, przewodniczącego WZA, akcjonariuszy *etc.*) podstawę prawną odliczenia danemu akcjonariuszowi określonej liczby głosów w związku z organizacją i przebiegiem przyszłych walnych zgromadzeń.⁶⁹⁸ W

⁶⁹⁸ Por. M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 53.

tym kontekście wyrok ustalający wydany na mocy art. 189 k.p.c. może dawać swego rodzaju gwarancję stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce, a co za tym idzie jest znacznie bardziej efektywnym rozwiązaniem prawnoprocesowym na tle problematyki będącej przedmiotem rozważań niżeli wyrok zapadły *ex post* w drodze powództwa kwestionującego ważność uchwały WZA (art. 425 § 1 k.s.h.).⁶⁹⁹ Przy tym podkreślić należy, że wystąpienie z powództwem z art. 189 k.p.c. w celu sądowego rozstrzygnięcia o częściowym lub całkowitym nieistnieniu prawa nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej do wykonywania prawa głosu nie stoi w sprzeczności z wyłączeniem zastosowania tej regulacji, o którym mowa *expressis verbis* w art. 425 § 1 zd. 2 k.s.h. Owo wyłączenie zastosowania przepisu art. 189 k.p.c. dotyczy tylko spraw o stwierdzenie nieważności uchwały sprzecznej z ustawą. Natomiast całkowicie innej kategorią sprawą jest sprawa o ustalenie prawa lub braku prawa głosu z akcji nabytych, przypuszczalnie, z naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych lub związanych z ogłoszeniem wezwań na akcje, w związku z czym jej rozstrzygnięcie na mocy art. 189 k.p.c. zdaje się *de lege lata* jak najbardziej dopuszczalne.⁷⁰⁰ Ponadto, skoro postępowanie o ustalenie ma zastosowanie w sprawach dotyczących istnienia lub nieistnienia stosunku prawnego lub prawa, a prawo głosu z akcji, pomimo swej szczególnej specyfiki korporacyjnej, jest bez wątpienia prawem podmiotowym wynikającym ze stosunku członkostwa w spółce akcyjnej (który *notabene* sam w sobie jest stosunkiem prawnym typu zobowiązaniowego), to nie ulega kwestii, że zarówno prawo to, jak i stosunek, z którego ono wynika mogą być przedmiotem sądowej kontroli i oceny właśnie w trybie postępowania o ustalenie z art. 189 k.p.c.⁷⁰¹

W podobnym nurcie wypowiedział się Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 5 września 2012 r., potwierdzając możliwość wystąpienia z powództwem na podstawie art. 189 k.p.c. (przez spółkę publiczną) w celu generalnego ustalenia, że akcjonariusz spółki publicznej nie może wykonywać prawa głosu z akcji zważywszy na aktualizację sankcji, o której mowa w art. 89 ustawy ofercie publicznej.⁷⁰² W przywołanym wyroku Sąd Najwyższy zwrócił jednocześnie uwagę, że zakaz wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza może być rozstrzygany w postępowaniu o ustalenie, o ile powód wykaże istnienie interesu prawnego. Nie ulega kwestii, że przesłanka, którą zasygnalizował Sąd Najwyższy, tj. interes prawny

⁶⁹⁹ Podobnie *Ibidem*. Szerzej nt. specyfiki jurystycznej wyroku stwierdzającego nieważność uchwały WZA na tle art. 425 § 1 k.s.h. zob. pkt 6.2.2. pracy.

⁷⁰⁰ Zob. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 19 i nast.

⁷⁰¹ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 583-584 wraz z przywołanym przez autora wyrokiem SN z dnia 27 kwietnia 2007 r., sygn. akt I CSK 11/07, OSNC 2008, Nr 5, poz. 51.

⁷⁰² Zob. wyrok SN z dnia 5 września 2012 r., sygn. akt IV CSK 589/11, SIP LEX nr 1232242.

powoda w żądaniu ustalenia na przyszłość sankcji w postaci utraty prawa głosu przez akcjonariusza, jest warunkiem *sine qua non* uwzględnienia powództwa wnoszonego w tej sprawie zgodnie z art. 189 k.p.c.

W przedmiotowym orzeczeniu Sąd Najwyższy odniósł się do legitymacji procesowej spółki publicznej na tle art. 189 k.p.c., dzieląc opinię sformułowaną przez Sąd Apelacyjny rozstrzygający w niższej instancji. Mianowicie, uznano, że nie można odmówić spółce publicznej interesu prawnego w rozumieniu art. 189 k.p.c. w kwestii ustalenia „czy akcjonariusz, zwłaszcza dysponujący znacznym pakietem akcji, może wykonywać prawo głosu. Ma to bowiem wpływ na wewnętrzne relacje w spółce i zapobiega możliwości wypaczenia wyników głosowań na WZA prowadzonych z udziałem akcjonariusza, który oddał głos wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.”. Wypowiedź tę trzeba ocenić pozytywnie, gdyż spółka publiczna – a *de facto* działający w jej imieniu zarząd – musi dysponować środkami prawnoprocesowymi umożliwiającymi wiążącą weryfikację stosunków korporacyjnoprawnych obowiązujących wewnątrz spółki, a przeto zapewniającymi prawidłowe funkcjonowanie jej organu właścicielskiego. Sąd Najwyższy nie rozstrzygnął natomiast tego, czy poza samą spółką publiczną legitymację procesową odnośnie do żądania ustalenia istnienia lub nieistnienia prawa nabywcy znacznego pakietu akcji do wykonywania prawa głosu na WZA w świetle art. 189 k.p.c. posiadają również jej akcjonariusze (mniejszościowi), a, w szczególności, najbardziej zainteresowany kształtem swojej relacji ze spółką, akcjonariusz będący nabywcą znacznego pakietu akcji.

Rozstrzygnięcie powyższego problemu należy zacząć od stwierdzenia, że wiążące ustalenie przez sąd tego czy i w jakim zakresie danemu akcjonariuszowi, zwłaszcza znaczącemu, przysługuje (lub nie przysługuje) prawo do wykonywania prawa głosu z akcji na WZA jest sprawą fundamentalną z punktu widzenia realnego rozkładu sił w akcjonariacie i co za tym idzie rzeczywistego wpływu poszczególnych akcjonariuszy na kierunki działań organu właścicielskiego spółki publicznej. Odebranie – w części lub w całości – prawa głosu z akcji należących do danego akcjonariusza, z jednej strony, ingeruje w zakres jego praw podmiotowych ucieleśnionych w tych akcjach, ograniczając zarazem jego udział w ogólnej liczbie głosów, a z drugiej strony, przekłada się wprost na wzmocnienie pozycji pozostałych akcjonariuszy (mniejszościowych) w spółce publicznej, powodując, że posiadane przez nich akcje dają im proporcjonalnie większy udział w ogólnej liczbie głosów w spółce.⁷⁰³ Nie trudno więc zauważyć, że zarówno sam akcjonariusz – nabywca znacznego pakietu akcji, co

⁷⁰³ Podobnie M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 53.

do którego zachodzą podejrzenia aktualizacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, jak i pozostali akcjonariusze (mniejszościowi) spółki giełdowej – są bezpośrednio zainteresowani sądowym ustaleniem tego, czy przedmiotowa sankcja obowiązuje, a jeżeli tak to w jakim wymiarze. W rezultacie przyjąć trzeba, że możliwe jest wytoczenie powództwa o ustalenie na podstawie art. 189 k.p.c. tak przez samego akcjonariusza – nabywcę znacznego pakietu akcji, jak również przez pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych (lub każdego z nich z osobna) jako, że wszyscy oni spełniają niewątpliwie przesłankę interesu prawnego w ustaleniu czy ów akcjonariusz może wykonywać prawo głosu z akcji, czy też nie.⁷⁰⁴ W tym kontekście warto jeszcze podkreślić, że w przypadku kiedy z żądaniem ustalenia istnienia swego prawa głosu z akcji występowałby akcjonariusz, będący nabywcą znacznego pakietu akcji – powództwo powinno zostać skierowane przeciwko spółce publicznej, która, będąc *de iure* stroną stosunku korporacyjnoprawnego kreującego prawo głosu objęte *petitum* pozwu, stwarza przynajmniej potencjalne zagrożenie interesom prawnym tego akcjonariusza. Z kolei w razie wszczęcia postępowania ustalającego przez pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych (lub któregośkolwiek z nich) – żądanie ustalenia okoliczności, że nie istnieje (w całości lub w części) „wątpliwe” prawo głosu z akcji należących do danego akcjonariusza spółki publicznej powinno być podniesione konkretnie przeciwko temu akcjonariuszowi, jako osobie, która swoim postępowaniem może, przynajmniej potencjalnie, zagrażać prawnie chronionym interesom korporacyjnym pozostałych akcjonariuszy.

W końcu jednak warto zwrócić uwagę na fakt, że, o ile rozstrzygnięcie o zastosowaniu sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej w trybie wytoczonego „prewencyjnie” powództwa ustalającego zdaje się najbardziej uniwersalną spośród dostępnych *de lege lata* możliwości w tym zakresie, to jest to rozwiązanie polegające na konieczności wszczęcia i przeprowadzenia regularnego postępowania sądowego, a więc w praktyce nie dające rozstrzygnięcia *ad hoc*, lecz dopiero po upływie kilku lub kilkunastu miesięcy. Oczywiście, nie stanowi to komplikacji w przypadku kiedy nie ma pilnej potrzeby podjęcia określonych uchwał przez WZA. Natomiast całkowicie odmiennie rzecz ma się kiedy werdykt w sprawie aktualizacji sankcji eliminującej prawo głosu z akcji danego akcjonariusza jest niezbędny na zaś, gdyż np. termin zwołanego na dzień 30 czerwca zwyczajnego WZA przypada w najbliższym tygodniu. W takiej sytuacji nie sposób wyobrazić sobie odroczenia obrad zwyczajnego WZA do czasu zapadnięcia wyroku sądowego – statystycznie w kolejnym roku kalendarzowym. Zresztą nie tylko przewlekłość, która jest, niestety, domeną naszego

⁷⁰⁴ Por. M. Tofel, (w:) J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski [et al.], *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 39-40.

wymiaru sprawiedliwości, świadczy ujemnie o koncepcji pozostawienia sporu na tle posiadania lub nieposiadania prawa głosu z akcji spółki publicznej pod rozstrzygnięcie sądu powszechnego. Przede wszystkim, żaden sąd powszechny (niezależnie od tego w jakim postępowaniu orzeka) nie posiada, obiektywnie rzecz biorąc, specjalistycznej wiedzy i *know how* w zakresie wielowarstwowego prawa rynku kapitałowego, a w rezultacie nie można zasadnie oczekiwać, że jakość merytoryczna rozstrzygnięcia wydanego na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej przez sąd powszechny I instancji (w tym na podstawie powództwa o ustalenie z art. 189 k.p.c.) będzie zadowalająca. Nie można zatem uznać, że koncepcja polegająca na wytoczeniu powództwa z art. 189 k.p.c. w celu oceny prawidłowości obrotu znacznymi pakietami akcji spółek giełdowych i, co za tym idzie, stwierdzenia *ex ante* istnienia albo nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu na WZA jest środkiem prawnym adekwatnym do potrzeby ochrony i stabilności stosunków korporacyjnoprawnych oraz pewności obrotu prawnego spółki publicznej – jakkolwiek *de lege lata* koncepcji tej nie można wykluczyć oraz zdaje się ona być *de facto* najefektywniejsza na tle innych przeanalizowanych wyżej możliwości decydowania o zastosowaniu sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

5.3.7. Obserwowane problemy praktyczne

Dyskusja na temat *ius decidendi* w sprawie stwierdzenia spełnienia się dyspozycji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a co za tym idzie „wyegzekwowania” w praktyce korporacyjnoprawnej sankcji zakazującej wykonywania prawa głosu z akcji, o której mowa w tym przepisie trwa od wielu lat. W praktyce obrotu ani organy spółek publicznych uczestniczące w organizacji walnych zgromadzeń, ani akcjonariusze tych spółek nie wiedzą jak się zachować w sytuacji odnotowania naruszenia obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej przez danego akcjonariusza – nabywcę znacznego pakietu akcji. Problem staje się jeszcze poważniejszy, kiedy o takim naruszeniu organy spółki lub pozostali akcjonariusze dowiadują się na chwilę przed rozpoczęciem WZA, bądź już w trakcie jego posiedzenia, a więc faktycznie są w ogóle pozbawieni możliwości „prewencyjnej” oceny istniejącego stanu prawnego przez sąd. W rzeczywistości jednak, niezależnie od momentu, w którym uchybienie obowiązkom nabywców znacznych pakietów akcji wychodzi na jaw, organy lub podmioty uczestniczące przy organizacji lub prowadzeniu WZA najczęściej zachowują się po prostu biernie i, nie zważając na ryzyko funkcjonowania spółki w oparciu o wadliwie przegłosowane (albo nieprzegłosowane) decyzje WZA, pozostawiają problem do

rozstrzygnięcia *ex post* przez sąd powszechny. Jeśli natomiast podczas obrad WZA dochodzi do konfliktu w akcjonariacie paraliżującego funkcjonowanie zgromadzenia – na tle posiadania albo nieposiadania przez danego akcjonariusza prawa głosu z akcji – a tym samym zachodzi potrzeba doraźnej interwencji ze strony np. zarządu spółki czy przewodniczącego WZA, to, obiektywnie rzecz biorąc, kierunek tej interwencji zdeterminowany jest zwykle interesem większościowego akcjonariusza, którego wolą organy te zostały *de facto* wybrane. Sytuacje takie są rezultatem braku szczegółowych (a w zasadzie jakichkolwiek) norm kompetencyjnych w zakresie stwierdzenia utraty prawa głosu z akcji (art. 89 ustawy o ofercie publicznej). Pomimo bowiem tego, że przedmiotowa sankcja aktualizuje się *ex lege*, co oznacza, że dla swego zastosowania nie wymaga *de lege lata* żadnej dodatkowej decyzji ani orzeczenia, to w rzeczywistości formuła taka pozostaje nieskuteczna – w obliczu obserwowanych problemów praktycznych brakuje uniwersalnej regulacji prawnej instruującej np. zarząd spółki albo przewodniczącego WZA co do tego, jak powinien się zachować w razie powzięcia uzasadnionych informacji o ziszczeniu się przesłanek omawianej sankcji w stosunku do konkretnego akcjonariusza.

Zasadnicze problemy praktyczne na tym tle sygnalizowali już prawie dwie dekady temu, a rok po wejściu w życie Kodeksu spółek handlowych, G. Domański i M. Goszczyk, wskazując, o czym była już mowa we wcześniejszych fragmentach tego rozdziału, że zarząd spółki publicznej powinien, w ramach swoich kompetencji, każdorazowo weryfikować możliwość wykonywania prawa głosu na WZA – przez akcjonariusza, który potencjalnie uchybił obowiązkom związanym z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych.⁷⁰⁵ Również prawie dwie dekady temu przedstawionym problemom swą uwagę poświęcili także M. Wierzbowski oraz M. Romanowski, twierdząc z kolei, że tylko sąd jest władny oceniać poprawność nabycia akcji spółki publicznej, a co za tym idzie niedopuszczalne jest, aby jakkolwiek organ spółki decydował o tym czy akcjonariusz może wykonywać prawo głosu z akcji, czy nie.⁷⁰⁶ W ostatnich latach doktryna prawa rynku kapitałowego prezentowała również odmienne rozwiązania rzeczonoego problemu, a nawet dyskutowała na temat tego, kto może (ma prawo) – w praktyce – pozbawić akcjonariusza możliwości wykonywania prawa głosu z akcji na WZA, podczas poświęconych tej konkretnej problematyce seminariów naukowych.⁷⁰⁷ Każde z zaproponowanych dotychczas rozwiązań

⁷⁰⁵ Zob. G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane...*, *op.cit.*, s. 10 i nast.

⁷⁰⁶ Zob. M. Wierzbowski (w:) R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *op. cit.*, s. 411; M. Romanowski, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 836; M. Romanowski, *Akcje...*, *op. cit.*, s. 65.

⁷⁰⁷ Zob. literaturę, do której odwołuję się w poprzednich punktach niniejszego rozdziału pracy. Por. także treść dyskusji „Kto i na jakich zasadach może (ma prawo) decydować o obecności lub liczbie głosów akcjonariusza

sprowadza się jednak w ostatecznym rozrachunku do stwierdzenia, że w razie niedającego się rozstrzygnąć w sposób polubowny sporu co do możliwości wykonywania przez danego akcjonariusza prawa głosu na WZA wyłączną kognicję do decydowania o posiadaniu lub nieposiadaniu tego uprawnienia przez akcjonariusza ma sąd powszechny. Zresztą w ostatnich latach sądy powszechne oraz Sąd Najwyższy wypowiedziały się na ten temat – w zdawkowym zakresie – opowiadając się, co do zasady, również za prymatem sądowej oceny prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji spółek giełdowych.⁷⁰⁸

Po dzień dzisiejszy nie wykształcił się zatem żaden uniwersalny sposób wiążącego rozstrzygnięcia *a vista* o prawie (bądź braku prawa) głosu nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej na WZA, w obliczu sporu co do naruszenia przez niego obowiązków związanych ze zmianami stanu posiadania. Zgodnie z dotychczasowymi wywodami skutecznych instrumentów prawnych służących do natychmiastowego rozstrzygnięcia takiego problemu nie mają bowiem ani zarząd spółki publicznej, ani jej akcjonariusze, ani przewodniczący WZA, ani notariusz sporządzający protokół z jego posiedzenia, ani też Komisja Nadzoru Finansowego. Co za tym idzie, w rzeczywistości zazwyczaj trudno stwierdzić zastosowanie regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej stanowiącej o zakazie wykonywania prawa głosu z akcji w sposób efektywny, czyli taki, który rozstrzygałby spór na tym tle *ad hoc*, zasługując na obiektywne uznanie wszystkich zainteresowanych (stron konfliktu). *De lege lata* brakuje więc takiego rozwiązania normatywnego przedmiotowego problemu, które nie implikowałoby długotrwałego konfliktu wewnątrz spółki publicznej. Z kolei nawet jeśli zarząd spółki publicznej czy jej akcjonariusz skieruje sprawę na drogę postępowania ustalającego w oparciu o art. 189 k.p.c. (z nadzieją uzyskania „prewencyjnego” wyroku ustalającego istnienie lub nieistnienie prawa głosu w rozumieniu art. 89 ustawy o ofercie publicznej), to, zważywszy na powszechnie znaną opieszałość sądów powszechnych, wyrok zapadły w tym trybie zostanie najprawdopodobniej, i tak, wydany za późno, tj. po zamknięciu obrad najbliższego WZA bądź nawet kilku kolejnych walnych zgromadzeń. Tak więc orzeczenie wydane w trybie art. 189 k.p.c. wcale nie gwarantuje spółce giełdowej ani jej akcjonariuszom ochrony przed długotrwałym brakiem pewności istniejących w tej spółce stosunków korporacyjnoprawnych, a co za tym idzie nie eliminuje zagrożenia dla bezpieczeństwa obrotu prawnego dokonywanego przez spółkę. Może się przecież zdarzyć, że

na WZ?”, która odbyła się w dniu 10 września 2013 r. w gmachu GPW w Warszawie S.A. – relację opublikowano w Prz. Corp. Govern. 2013, Nr 3 (35), s. 3 i nast. (relacja dostępna *on-line* do pobrania na stronie internetowej GPW pod adresem: <https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw> [dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.]

⁷⁰⁸ Zob. np. przywołany już wyżej wyrok SN z dnia 17 października 2007 roku, sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144.

akcjonariusz, wobec którego powinien mieć (ma *ex lege*) zastosowanie zakaz wykonywania prawa głosu z akcji (art. 89 ustawy o ofercie publicznej) faktycznie zagłosował podczas jednego lub kilku walnych zgromadzeń np. przeciwko uchwałom w sprawie wypłaty dywidendy, powołania członków rady nadzorczej, zaciągnięcia kredytu niezbędnego dla sfinansowania strategicznej inwestycji czy zrealizowania istotnej transakcji M&A, w wyniku czego żadna z tych uchwał nie została podjęta. Taki stan rzeczy może z kolei spowodować nieodwracalne dla spółki i jej akcjonariuszy skutki organizacyjne lub gospodarcze, gdyż przyjąć należy, że zaprotokołowanie, iż głosowana uchwała nie została powzięta skutecznie uniemożliwia jej następcze zaskarżenie w trybie art. 425 § 1 k.s.h.⁷⁰⁹ Zresztą przypadek, kiedy znaczący akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji nie uznaje sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej i w dalszym ciągu bierze udział w głosowaniach nad uchwałami walnych zgromadzeń, nie należy do odosobnionych na naszym rynku giełdowym. Porównując ze sobą chociażby oficjalnie dostępny wykaz kar nałożonych w ostatnich latach przez KNF na nabywców znacznych pakietów akcji poszczególnych spółek publicznych z tytułu stwierdzonych naruszeń obowiązków dotyczących zmian stanu posiadania (a więc w istocie wykaz zweryfikowanych już spraw, który niejako uzasadnia, że akcjonariusz ukarany za konkretne naruszenie przez KNF winien być jednocześnie objęty sankcją korporacyjnoprawną z art. 89 ustawy o ofercie publicznej) oraz wykazy akcjonariuszy, którzy brali udział i wykonywali prawo głosu ze swych znacznych pakietów akcji na późniejszych walnych zgromadzeniach tych spółek – udostępniane przez te spółki w trybie art. 70 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej – zaobserwować można właśnie, że pomimo wiarygodnych podstaw do uruchomienia sankcji utraty prawa głosu z akcji należących do ukaranych akcjonariuszy, ci wcale nie powstrzymują się od wykonywania prawa głosu na WZA, w dalszym ciągu decydując o kierunkach istotnych decyzji korporacyjnych lub gospodarczych poszczególnych spółek publicznych.⁷¹⁰

⁷⁰⁹ Podobnie R. Kwaśnicki, *Inwestorzy...*, *op. cit.*, s. 107 oraz M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 183; por. jednak wyrok SN z dnia 28 maja 2013 r., sygn. akt V CSK 311/12, OSP 2014, Nr 4, poz. 43, a także wyrok SN z dnia 3 czerwca 2015 r., sygn. akt V CSK 592/14, OSNC 2016, Nr 5, poz. 65 – w obydwu wyrokach Sąd Najwyższy zajął dość odosobnione stanowisko, że również w razie braku powzięcia uchwały przez WZA przysługuje powództwo o zaskarżenie niepovziętej uchwały (tzw. uchwały negatywnej) na podstawie art. 425 § 1 k.s.h. Problematyka ta wykracza poza ramy tej pracy – szerzej na temat istnienia oraz możliwości zaskarżania tzw. uchwał negatywnych zob. np. A. Szumański (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 1068-1069; S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 605-607.

⁷¹⁰ Zob. np. pkt 82. Wykazu kar nałożonych przez KNF z tytułu naruszeń art. 69, 70, 72-74 lub 76 ustawy o ofercie publicznej, w myśl którego decyzją z dnia 22 września 2015 r. na spółkę MNI S.A. – jako znacznego akcjonariusza spółki publicznej Hyperion S.A. – nałożona została kara w wysokości 1 000 000 złotych za przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej Hyperion S.A. bez zachowania warunków

Zasygnalizowane problemy praktyczne są niezwykle poważne z punktu widzenia ładu korporacyjnego spółki publicznej i jej prawidłowego funkcjonowania w obrocie prawnym. Brak uniwersalnego mechanizmu normatywnego, wskazującego jak organy spółki publicznej czy jej akcjonariusze powinni się zachowywać w sytuacji uzyskania informacji uzasadniającej pozbawienie możliwości wykonywania prawa głosu z akcji przez znaczącego akcjonariusza przed rozpoczęciem lub w trakcie obrad WZA stwarza bowiem realne zagrożenie powstania długotrwałego sporu korporacyjnego na tym tle albo, niekiedy co gorsza, działania WZA w sposób wadliwy (podejmowania przez nie decyzji korporacyjnych na podstawie głosów, które nie powinny być brane pod uwagę). Niezależnie od okoliczności każdy z tych przypadków może skutecznie paraliżować organizację i funkcjonowanie spółki w obrocie.

5.3.8. Wnioski *de lege lata*

Przedstawione w poprzednim punkcie rozprawy problemy praktyczne i związane z nimi zagrożenia dla pewności prawa oraz bezpieczeństwa relacji korporacyjnoprawnych w spółce publicznej są bez wątpienia wynikiem niedoskonałości (niezupełności) obowiązujących unormowań w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Przeprowadzona dotychczas analiza daje asumpt do stwierdzenia trafności przewodniej tezy opracowania, a mianowicie, że przyjęta *de lege lata* konstrukcja przepisów

określonych w art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, tj. bez ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej Hyperion S.A. w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów (dokument zawierający wykaz kar nałożonych przez KNF dostępny jest na witrynie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/o_nas/Kary_nalozone_przez_KNF). Wydaje się, że po powzięciu wiadomości o przedmiotowej decyzji zarówno zarząd spółki publicznej Hyperion S.A., jak i spółka MNI S.A. będąca akcjonariuszem tej pierwszej, w celu ustalenia czy przysługuje jej w dalszym ciągu prawo głosu z akcji, czy też nie, mogła była złożyć stosowny pozew o ustalenie na podstawie art. 189 k.p.c. oraz wystąpić o zabezpieczenie roszczenia na mocy art. 755 k.p.c. do czasu rozstrzygnięcia powództwa. Tymczasem ukarana spółka MNI S.A. opublikowała jedynie raport bieżący kwestionujący zasadność nałożenia na nią kary pieniężnej przez KNF (a tym samym w ogóle naruszenie obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje spółki publicznej Hyperion S.A.), a następnie, nie zważając w ogóle na sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, wykonywała prawo głosu ze wszystkich posiadanych akcji podczas kolejnych walnych zgromadzeń spółki publicznej Hyperion S.A. – zob. raport bieżący nr 33/2015 spółki MNI S.A. z dnia 23 września 2015 r. (raport dostępny na stronie internetowej spółki pod adresem: <http://mni.pl/raportybiezace/rb-rok-2015>), a także raporty bieżące spółki Hyperion S.A. publikowane w trybie art. 70 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej: nr 38/2015 z dnia 20 października 2015 r. lub nr 44/2015 z dnia 4 listopada 2015 r. (raporty dostępne na stronie internetowej spółki Hyperion S.A. pod adresem: <http://hyperion.pl/2015/43>). Podobnie przedstawia się przypadek spółki Słoneczne Inwestycje Sp. z o.o., która uchybiła z kolei obowiązkowi ogłoszenia wezwania następczego z art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej w terminie 3 miesięcy od dnia 20 kwietnia 2015 r. w związku z pośrednim przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej Platynowe Inwestycje S.A. (dawniej AD. Drągowski S.A.), po czym brała aktywny udział w późniejszych WZA tejże spółki publicznej, głosując ze wszystkich posiadanych akcji wbrew mającemu *ex lege* zastosowanie zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej – zob. pkt 89. Wykazu kar nałożonych przez KNF oraz raporty bieżące spółki Platynowe Inwestycje S.A. o numerach 65/2015 i 67/2015 z dnia 25 września 2015 r. (raporty dostępne na stronie internetowej spółki Platynowe Inwestycje S.A. pod adresem: <http://raporty.platyn.pl/?m=201509>). Wszystkie dane adresowe według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.

poświęconych sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie zapewnia efektywnego poziomu ochrony stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej, zagrażając zarazem pewności obrotu prawnego, w którym taka spółka uczestniczy. W sytuacji zaistnienia wątpliwości (a nawet w razie uzyskania uprawdopodobnionych informacji) co do tego czy dany akcjonariusz spółki publicznej (nabywca znacznego pakietu jej akcji) wyczerpał swoim postępowaniem przesłanki pozbawienia go prawa głosu z należących do niego akcji w myśl sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, nikomu – za wyjątkiem sądu powszechnego, przed którym postępowanie nie jest bynajmniej procedurą gwarantującą szybkie rozstrzygnięcie sprawy – nie przysługują skuteczne instrumenty prawne umożliwiające doraźne stwierdzenie zastosowania („wyegzekwowanie”) tegoż „ubezpieczenia” akcji. Rzecz jasna każdy stan faktyczny należy oceniać *ad casum*, natomiast, z reguły, w przypadkach będących głównym źródłem obserwowanych problemów praktycznych – czyli w sytuacjach pojawienia się wspomnianych wątpliwości (a tym samym potrzeby ich natychmiastowego rozwikłania) tuż przed rozpoczęciem obrad WZA lub już w trakcie tych obrad – ani zarządowi spółki publicznej, ani przewodniczącemu zgromadzenia, ani notariuszowi protokolującemu jego obrady, ani KNF, ani pozostałym akcjonariuszom spółki nie przysługuje *ius decidendi* odnośnie do oceny zgodności dokonanej zmiany stanu posiadania akcji z przepisami rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej w celu odebrania danemu akcjonariuszowi (bądź nie) możliwości głosowania z należących do niego akcji w myśl zakazu z art. 89 tej ustawy. Z jednej strony, można zatem rzec, że regulacja ustawy o ofercie publicznej w zakresie przedmiotowego zakazu jest niezrozumiała i niekompletna, gdyż tak naprawdę nie wiadomo, kto jest adresatem normy prawnej dotyczącej ograniczenia albo całkowitego wyeliminowania prawa głosu z akcji należących do podmiotu, który dopuścił się naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, ani w jaki sposób norma ta powinna być wykonywana w praktyce (przepisy milczą na ten temat). Z drugiej strony, nasuwa się wniosek, że badane unormowania ustawy o ofercie publicznej, jak i opisane powyżej regulacje czy to k.s.h., czy innych aktów prawnych kształtujących kompetencje i zadania poszczególnych organów, podmiotów lub instytucji, które biorą udział, w szczególności, przy organizowaniu i przeprowadzaniu WZA spółki publicznej, nie zostały ze sobą systemowo skorelowane – tak, aby sankcja korporacyjnoprawna, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej stanowiła efektywny mechanizm prewencji oraz penalizacji naruszeń prawa poświęconego zmianom stanu posiadania. Innymi słowy, obowiązujący *de lege lata* system środków prawnych ochrony interesów uczestników obrotu znacznymi pakietami akcji nie jest wyczerpujący ani tym bardziej wewnętrznie spójny. Jak wykazano,

pośród powszechnie obowiązujących unormowań ustawowych brakuje przepisu lub przepisów, które literalnie stanowiłyby o uniwersalnym i skutecznym (w praktyce) trybie wdrożenia analizowanej sankcji w życie, a jednocześnie przyznawałyby właściwe kompetencje w tym zakresie na rzecz, na przykład, określonego organu spółki publicznej lub wyposażałyby w tego rodzaju funkcje bezstronnego arbitra zewnętrznego. Z tych względów potwierdza się również pomocniczo postawiona teza, że w obecnym stanie prawnym do rozstrzygnięcia konfliktu na tle posiadania bądź nieposiadania przez danego akcjonariusza prawa głosu z akcji spółki publicznej, w związku z ewentualnym uchybieniem obowiązków notyfikacyjnych lub w sferze ogłoszenia wezwania na akcje, jest władny wyłącznie sąd i choć teoretycznie może on to uczynić „prewencyjnie” w trybie postępowania ustalającego z art. 189 k.p.c., to z racji tego, że jego rozstrzygnięcie wymaga czasochłonnego procedowania dowodowego, a więc jest w rzeczywistości odległe w czasie – nie jest to droga odpowiadająca ani potrzebom dynamiki funkcjonowania spółek giełdowych we współczesnym obrocie prawnym, ani postulatowi efektywności (szybkości) stosowania prawa krajowego czy unijnego. Oznacza to, że faktycznie sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej „jest jedynie odległym zagrożeniem, nie zaś czynnikiem realnej prewencji”, co ewidentnie świadczy o tym, że istnieje potrzeba zoptymalizowania mechanizmu jej stosowania w oparciu o dokonanie stosownych zmian legislacyjnych.⁷¹¹ W związku z powyższym, regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej ponad wszelką wątpliwość nie spełnia także założenia praktycznej efektywności i skuteczności (franc. *effet utile*) prawa unijnego, a ściśle rzecz biorąc nie gwarantuje osiągnięcia rezultatu przewidzianego przepisem art. 17 dyrektywy ws. ofert przejęcia, tzn. ustanowienia w krajowym porządku prawnym takiego rodzaju sankcji – z tytułu naruszenia obowiązków mających swe pośrednie źródło normatywne w tejże dyrektywie – która jest skuteczna, proporcjonalna i odstraszająca.⁷¹²

W związku z powyższym, poniżej zaprezentowane zostaną własne propozycje *de lege ferenda*, mające za przedmiot modernizację aktualnego stanu prawnego, w szczególności, poprzez uzupełnienie go zarówno o innowacyjne rozwiązania prawnie materialne oraz proceduralne, jak i wyposażenie istniejących lub nowo powołanych do życia organów bądź instytucji w środki prawne, umożliwiające niezwłoczne dokonanie oceny ewentualnych naruszeń obowiązków spoczywających na nabywcach znacznych pakietów akcji, a w razie

⁷¹¹ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 269.

⁷¹² Szerzej na temat problematyki praktycznej efektywności i skuteczności (franc. *effet utile*) prawa unijnego w kontekście proeuropejskiej wykładni przepisów prawa krajowego zob. K. Oplustil, *O potrzebie proeuropejskiej wykładni polskiego prawa spółek*, PPH 2010, Nr 10, s. 4 i nast.

ich stwierdzenia, szybkie i skuteczne zastosowanie sankcji w postaci pozbawienia prawa głosu z akcji.

5.3.9. Propozycje *de lege ferenda*

5.3.9.1. Poddanie sporu na tle naruszenia obowiązków w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych i zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej pod fachowe rozstrzygnięcie w trybie przyspieszonym

Przeanalizowane przepisy prawne nie gwarantują możliwości szybkiego i skutecznego stwierdzenia zastosowania sankcji utraty prawa głosu z akcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej oraz budzą daleko idące wątpliwości odnośnie do prewencyjnego „wyegzekwowania” tejże sankcji w praktyce – w obliczu sporu zaistniałego na tym tle przed lub w trakcie obrad WZA spółki publicznej. Ponadto – jak zostało ustalone – uznanie w sposób uniwersalny kompetencji m.in. pozostałych akcjonariuszy, organów spółki, notariusza czy KNF w tym zakresie jest pozbawione wyraźnych podstaw prawnych lub, najogólniej rzecz ujmując, mogłoby prowadzić do nadużyć w celu promowania interesów wyłącznie wybranych inwestorów. Z kolei pozostawienie tego rodzaju konfliktów do rozstrzygnięcia przez sąd powszechny, chociażby w trybie art. 189 k.p.c., wiąże się ze statystycznie nazbyt długotrwałym postępowaniem sądowym, którego rezultat, i tak, może cechować mizerna jakość (sprawy z zakresu prawa rynku kapitałowego przejawiają szczególnie złożoną specyfikę a ich właściwa interpretacja wymaga zazwyczaj nie tylko wysokiego poziomu wiedzy, ale również specjalistycznego *know-how*, jakiego niewątpliwie brakuje sądom powszechnym). Zważywszy, w szczególności, na te argumenty istnieje uzasadniona potrzeba przedstawienia propozycji zmian w obowiązującym prawie, mających na celu optymalizację stosowania regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej w ten sposób, aby stanowiła ona wreszcie zrozumiałą, realny i skuteczny (dający się sprawnie „wyegzekwować”) mechanizm penalizujący, na płaszczyźnie korporacyjnoprawnej, naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych.

W pierwszej kolejności zostaną poddane pod rozwagę alternatywne koncepcje *de lege ferenda* obejmujące wdrożenie do systemu powszechnie obowiązującego prawa procedury przyspieszonego rozstrzygnięcia sprawy „ubezpieczenia” akcji spółki giełdowej w konsekwencji naruszenia obowiązków notyfikacyjnych lub w zakresie ogłoszenia wezwania

na akcje przez, kolejno, Sąd Polubowny działający przy KNF, Sąd Giełdowy funkcjonujący pod auspicjami GPW w Warszawie S.A., specjalnie powołany w tym celu profesjonalny komitet opiniodawczy, który mógłby obradować przy Radzie Giełdy bądź, w końcu, przez wykwalifikowany Sąd Rynku Finansowego, którego utworzenie – w nieco odmiennym zakresie i celu – już niegdyś proponowano, a do którego kognicji mogłoby należeć m.in. przyspieszone rozstrzygnięcie sporów w analizowanej sprawie.⁷¹³ Po drugie, sformułowana zostanie propozycja *de lege ferenda* polegająca na uzupełnieniu regulacji *de lege lata* poświęconych spółkom publicznym o przepisy nakazujące zamieszczenie w treści statutu tego rodzaju spółki postanowień określających konkretne rozwiązania „prewencyjne”, które winny być uruchamiane w przypadku zaistnienia wątpliwości co do prawidłowości nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a w związku z tym zastosowania albo niezastosowania – względem danego jej akcjonariusza – zakazu wykonywania prawa głosu z posiadanych akcji, zgodnie z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

5.3.9.1.1. Poddanie sporu na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej pod rozstrzygnięcie Sądu Polubownego przy Komisji Nadzoru Finansowego

W myśl regulacji art. 18 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym przy KNF działa Sąd Polubowny, którego celem jest rozpoznawanie sporów pomiędzy wszystkimi uczestnikami rynku finansowego, w szczególności pomiędzy instytucjami finansowymi a odbiorcami świadczonych przez te instytucje usług, zaś do postępowań prowadzonych przed tym Sądem – czy to w trybie mediacji, czy arbitrażu – stosuje się odpowiednie przepisy k.p.c.⁷¹⁴ Szczegółowe właściwości i zasady funkcjonowania tego sądu określa jego regulamin, który w myśl art. 18 ust. 3 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym uchwała KNF.⁷¹⁵ I tak, w największym ogóle, wskazać należy, że w myśl przedmiotowego regulaminu kognicja

⁷¹³ W latach 2002-2003 dosyć głośno promowana była na forum rynku kapitałowego w Polsce koncepcja powołania Sądu Rynku Kapitałowego, którego zadaniem miało być egzekwowanie zasad *corporate governance* wobec spółek publicznych uczestniczących w obrocie na rynku giełdowym. W obliczu krytyki środowisk giełdowych idea ta nie została nigdy zrealizowana. Zob. szerzej np. A. Szumański, *Sąd Rynku Kapitałowego jako mechanizm wdrażania Zasad Ładu Korporacyjnego (próba prawej oceny koncepcji powołania tego Sądu)*, Prz. Corp. Govern. 2003, Nr 1, s. 89-99.

⁷¹⁴ Potencjalnie rzecz biorąc zakres możliwości Sądu Polubownego przy KNF jest szeroki i wcale nie ogranicza się do sporów pomiędzy instytucjami finansowymi i ich klientami. Tak też M. Wędrychowski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, op. cit., s. 1443.

⁷¹⁵ Zob. Regulamin Sądu Polubownego przy KNF – dokument dostępny na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Regulamin_Sadu_44432.pdf (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

Sądu Polubownego przy KNF obejmuje rozpoznawanie sporów zarówno o prawa majątkowe (co do zasady wartość przedmiotu sporu wynosić powinna co najmniej 500 złotych), jak i o prawa niemajątkowe.⁷¹⁶ Jednocześnie, w zależności od decyzji stron, postępowanie przed Sądem Polubownym przy KNF może przyjąć postać postępowania mediacyjnego (pomocy fachowego i bezstronnego mediatora w odnalezieniu rozwiązania konfliktu i zawarcia ugody pomiędzy stronami) albo postępowania arbitrażowego (rozstrzygnięcia przez wykwalifikowanego arbitra lub arbitrów, kto ma rację w zaistniałym sporze i w efekcie wydania wiążącego wyroku), przy czym to ostatnie może być prowadzone w formule uproszczonej (w sprawach majątkowych, gdzie wartość przedmiotu sporu nie przekracza 10 tys. złotych oraz kiedy przekracza tę kwotę – za zgodną wolą stron) albo „zwykłej” (w sprawach majątkowych, gdzie wartość przedmiotu sporu przekracza 10 tys. złotych oraz w sprawach o charakterze niemajątkowym).⁷¹⁷ Warunkiem *sine qua non* wszczęcia i przeprowadzenia każdego z wymienionych postępowań przez Sądem Polubownym przy KNF jest wyrażenie zgody przez obie strony powstałego sporu. W przypadku postępowania mediacyjnego zgoda ta może być wyrażona, w szczególności, w formie umowy o przeprowadzenie mediacji. Z kolei w przypadku arbitrażu zgoda ta może być wyrażona w formie umowy o przeprowadzenie uproszczonego postępowania arbitrażowego (podstawa uproszczonego postępowania arbitrażowego) albo w formie zapisu na sąd polubowny sporządzonego zgodnie z art. 1162 k.p.c. (podstawa standardowego postępowania arbitrażowego).⁷¹⁸ Warto w tym miejscu odnotować, że tak ugoda wydana w trybie mediacji, jak i wyrok wydany w ramach arbitrażu przed Sądem Polubownym przy KNF mają, po zatwierdzeniu przez właściwy miejscowo i rzeczowo sąd powszechny, moc prawną na równi z wyrokiem sądu powszechnego.⁷¹⁹

Postępowania przez Sądem Polubownym przed KNF cechują się znacznie większą szybkością i stosunkowo niewielkimi, stałymi opłatami, przy jednoczesnej fachowej wiedzy oraz bogatym doświadczeniu mediatorów lub arbitrów z zakresu prawa rynku kapitałowego. Jest to niezwykle pożądana kombinacja cech proceduralnych z punktu widzenia problemu stanowiącego przedmiot rozważań niniejszego rozdziału dysertacji, tj. poszukiwania możliwości szybkiego i skutecznego zbadania przesłanek oraz zastosowania (albo nie) sankcji

⁷¹⁶ Zob. §1 ust. 1-3 Regulaminu Sądu Polubownego przy KNF.

⁷¹⁷ Zob. szerzej §2 ust. 2, §8 oraz Dział II Regulaminu Sądu Polubownego przy KNF, a także opracowanie KNF zawierające informacje na temat Sądu Polubownego przy KNF – dokument do pobrania dostępny na witrynie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Informacja_SP_przy_KNF%20%28002%29_57752.pdf (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁷¹⁸ Zob. §3 Regulaminu Sądu Polubownego przy KNF.

⁷¹⁹ Art. 1212 ust. 1 k.p.c. oraz §37 Regulaminu Sądu Polubownego przy KNF.

polegającej na odebraniu prawa głosu z akcji w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Krótko mówiąc, Sąd Polubowny przy KNF zdaje się być praktycznie przystosowany i przygotowany do tego, aby w sprawny sposób oceniać prawidłowość realizacji obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, a w konsekwencji stwierdzać (bądź nie) uruchomienie sankcji korporacyjnoprawnej, która grozi za ich naruszenie. W związku z tym, na tym etapie opracowania, należałoby rozważyć *de lege ferenda* ustanowienie powszechnie wiążących przepisów rangi ustawowej, na mocy których wszelkie spory na tle potencjalnego naruszenia obowiązków związanych ze zmianami stanu posiadania, a co za tym idzie uruchomienia sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej jako korporacyjnoprawnej konsekwencji naruszenia tych obowiązków, rozpoznawałby wyłącznie Sąd Polubowny przy KNF. Wydaje się zresztą, że takie rozwiązanie *de lege ferenda* nie wymagałoby wprowadzenia jakichś daleko idących zmian w dotychczasowych przepisach prawnych.

Przede wszystkim, spór odnośnie do zastosowania zakazu wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej jako konsekwencji naruszenia obowiązków wynikających z regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej literalnie mieści się w zakresie właściwości rzeczowej Sądu Polubownego przy KNF. Jest to przecież, zgodnie z art. 18 ust. 1 *in principio* ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, spór o prawo niemajątkowe (prawo głosu z akcji) powstały pomiędzy uczestnikami rynku finansowego – akcjonariuszami obracającymi akcjami spółki giełdowej lub daną spółką giełdową (jej organami).⁷²⁰ W celu implementacji analizowanej propozycji *de lege ferenda* nie byłoby więc konieczne rozszerzanie obecnej kognicji Sądu Polubownego przy KNF. Kwestią wymagającą zmiany legislacyjnej byłaby natomiast kwestia ustanowienia uniwersalnej (bezwzględnie wiążącej) podstawy prawnej wszczęcia postępowania przed owym sądem w celu rozstrzygnięcia o zastosowaniu sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Z pewną dozą ostrożności można by po prostu zaproponować *de lege ferenda* rozszerzenie obligatoryjnych elementów treści statutu spółki akcyjnej mającej status spółki publicznej o odpowiedni zapis na Sąd Polubowny przy KNF, co *notabene* korelowałoby z przepisem art. 1163 § 1 k.p.c., zgodnie z którym zamieszczony w treści umowy (statutu) spółki handlowej zapis na sąd polubowny dotyczący sporów ze stosunku spółki wiąże spółkę oraz jej współników (akcjonariuszy).⁷²¹ W ten sposób każdy

⁷²⁰ Zarówno spółki publiczne (emitenci akcji) oraz ich akcjonariusze, a w szczególności znaczący akcjonariusze, podlegają nadzorowi KNF w zakresie prowadzonych przez nich działań na forum rynku kapitałowego, będącego przecież częścią rynku finansowego. Nie powinno być zatem żadnych wątpliwości co do ich uczestnictwa w rynku finansowym, o którym mowa w art. 18 ust. 1 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym.

⁷²¹ Uważam, że spór mający za przedmiot ustalenie czy w stosunku do danego akcjonariusza spółki publicznej ma zastosowanie badany zakaz wykonywania prawa głosu z akcji, czy też nie jest sporem wynikającym ze stosunku spółki akcyjnej, albowiem choć sam zakaz wywodzi się *ex lege* z regulacji rangi ustawowej (art. 89

akcjonariusz spółki publicznej, bez wyjątku, przystępując do tego rodzaju spółki, a więc godząc się na brzmienie jej statutu, wyrażałby zarazem zgodę na przyznanie Sądowi Polubownemu przy KNF *ius decidendi* w sprawie stwierdzenia aktualizacji kontrowersyjnej sankcji „ubezgłośnienia” akcji.⁷²² Alternatywną, a zarazem wymagającą nieco dalej idących zabiegów legislacyjnych, propozycją *de lege ferenda* w tym zakresie, którą warto byłoby rozważyć jest koncepcja rozszerzenia katalogu podstaw prawnych postępowania przed Sądem Polubownym przy KNF o stosowny przepis szczególny wynikający np. z ustawy o ofercie publicznej. W takim przypadku konieczne byłoby jednak zarówno znowelizowanie ustawy o ofercie publicznej (dodanie specjalnego przepisu stanowiącego, że w razie powzięcia wątpliwości co do zastosowania zakazu, o którym mowa w art. 89 tej ustawy, zarząd spółki publicznej lub akcjonariusz, którego ten zakaz ma objąć zwraca się do Sądu Polubownego przy KNF z pisemnym wnioskiem o przeprowadzenie postępowania w celu wydania rozstrzygnięcia), jak i uchwalenie zmian w treści Regulaminu Sądu Polubownego przy KNF (odpowiednie rozszerzenie treści paragrafu 3 tego regulaminu poprzez dodanie w nim postanowienia, że podstawą postępowania przed Sądem Polubownym przy KNF może być również przepis rangi ustawowej, a wniosek o przeprowadzenie postępowania, o którym mowa w takim przepisie ustawowym jest równoznaczny z zawarciem odpowiednio umowy o przeprowadzenie postępowania mediacyjnego lub arbitrażowego bądź zapisem na sąd polubowny).

Niezależnie od potrzeby wprowadzenia uniwersalnej podstawy wszczęcia i przeprowadzenia postępowania przed Sądem Polubownym przy KNF w sprawach dotyczących sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, poddanie sporu na tle analizowanej sankcji pod rozpoznanie tego sądu wymagałoby uzupełnienia regulacji proceduralnych dotyczących samego modelu postępowania tak, aby było ono adekwatne do potrzeb rozstrzygnięcia przedmiotowego sporu, czyli jak najszybsze, a jednocześnie wiarygodne merytorycznie i skuteczne. Stąd, w ramach propozycji *de lege ferenda* w tym zakresie można by rozważyć, w szczególności, uruchomienie swoistej „trzeciej drogi” pośród postępowań arbitrażowych dostępnych przed Sądem Polubownym przy KNF, tj. wprowadzenie – obok uproszczonego i „zwykłego” arbitrażu – dedykowanej procedury przyspieszonego postępowania arbitrażowego. Procedura ta powinna polegać w znacznej mierze na odpowiednim stosowaniu zasad cechujących uproszczone postępowanie arbitrażowe, z

ustawy o ofercie publicznej), to dotyczy on prawa głosu, czyli fundamentalnego z punktu widzenia natury spółki akcyjnej uprawnienia korporacyjnego.

⁷²² Szerzej nt. interpretacji statutu jako swoistej umowy cywilnoprawnej pomiędzy spółką a jej akcjonariuszami zob. np. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II..., op. cit.*, s. 51.

uwzględnieniem jednakowoż pewnych odmienności właściwych z racji specyfiki sprawy, której rozpoznaniu przedmiotowa procedura miałaby być dedykowana. W szczególności, postępowanie to winno być rozstrzygnięte w krótszym terminie uwzględniającym, z jednej strony, dynamikę obrotu prawnego, w którym funkcjonują spółki giełdowe, a, z drugiej strony, zasady organizacji i odbywania obrad walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Wyrok w proponowanym przyspieszonym postępowaniu arbitrażowym stwierdzający zastosowanie albo niezastosowanie sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a tym samym determinujący odpowiednio możliwość albo brak możliwości wykonywania prawa głosu z akcji przez danego akcjonariusza, powinien być wydany przez arbitra (wraz z uzasadnieniem) w nieprzekraczalnym terminie 14 dni od dnia doręczenia mu odpowiedzi na pozew, którą z kolei pozwany winien przesłać w terminie 7 dni od dnia otrzymania pozwu. Uzasadnieniem normatywnym tak krótkiego terminu rozstrzygania w postulowanym *de lege ferenda* postępowaniu jest przede wszystkim konieczność jego skorelowania z maksymalnym czasem przerw, jakie mogą być zarządzone w obradach WZA. Zgodnie z art. 408 § 2 k.s.h. przerwy te nie mogą trwać łącznie dłużej niż 30 dni. Zatem w obliczu najbardziej skrajnego przypadku faktycznego spośród możliwych, czyli powstania sporu odnośnie do zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej już w trakcie obrad WZA (wobec akcjonariusza obecnego i formalnie dysponującego prawem głosu na zgromadzeniu), całokształt czynności obejmujących wszczęcie i przeprowadzenie procedury arbitrażu zwieńczonej wydaniem fachowego werdyktu na tle tego sporu powinien zmieścić się w czasie 30 dni – tak, aby WZA mogło terminowo wznowić swe obrady i w dalszym ciągu skutecznie procedować (podejmować uchwały w oparciu o głosy oddawane w sposób zgodny z prawem).

Ponadto, w celu zapewnienia stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce giełdowej, w odniesieniu do wyroku wydanego w trybie przyspieszonego postępowania arbitrażowego w sprawie o stwierdzenie zastosowania sankcji pozbawienia prawa głosu z akcji rozważyć należałoby bezwzględne wyłączenie prawa wniesienia apelacji. Brak możliwości kwestionowania werdyktu wydanego w proponowanym *de lege ferenda* postępowaniu gwarantowałby bowiem, że ocena bezstronnego i wykwalifikowanego arbitra jest ostateczna oraz wiąże wszystkich zainteresowanych od momentu jej wydania wraz z uzasadnieniem. Rozwiązanie takie eliminowałoby, raz na zawsze, dalszy rozwój konfliktu na forum akcjonariatu i WZA spółki publicznej. Warto zwrócić uwagę, że rezygnacja z możliwości kontroli orzeczenia wydanego w trybie postulowanego przyspieszonego postępowania arbitrażowego nie powinna *notabene* kolidować z powszechnie przyjętą zasadą dwuinstancyjności postępowań sądowych, której źródło stanowi art. 176 ust. 1 Konstytucji

RP. Norma prawna wynikająca z tego przepisu rangi konstytucyjnej ma zastosowanie jedynie do postępowań przed sądami państwowymi, a więc *a contrario* jej dyspozycją nie powinno być objęte proponowane postępowanie arbitrażowe.⁷²³ W drodze wyjątku, w przypadku jeśli nie stałoby to w sprzeczności z faktyczną potrzebą niezwłocznego rozstrzygnięcia sporu na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej, można by pozostawić zarówno akcjonariuszom spółki publicznej, jak i samej tej spółce prawo wspólnego uzgodnienia, iż przedmiotowe postępowanie może obejmować więcej niż jedną instancję, w myśl art. 1205 § 2 k.p.c. Ewentualne postępowanie apelacyjne w tej materii toczyłoby się zgodnie z postanowieniami rozdziału 4 Regulaminu Sądu Polubownego przy KNF.

5.3.9.1.2. Rozszerzenie kognicji Sądu Giełdowego

Drugą spośród propozycji *de lege ferenda* polegających na wyposażeniu funkcjonującego *de lege lata* sądu polubownego – o właściwości poświęconej sprawom z zakresu prawa rynku giełdowego (obrotu instrumentami finansowymi) – w prawo decydowania o odebraniu prawa głosu z akcji w świetle art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest alternatywna koncepcja poddania wszelkich sporów na tle tego przepisu pod rozstrzygnięcie Sądu Giełdowego działającego pod auspicjami GPW. Sąd ten rozstrzyga spory cywilnoprawne dotyczące praw majątkowych pomiędzy uczestnikami transakcji giełdowych, wynikające z przebiegu tych transakcji, a także spory pomiędzy GPW a jej akcjonariuszami oraz wszelkie inne spory o prawa majątkowe związane z zorganizowanym obrotem instrumentami finansowymi, jeśli strony zdecydowały się je poddać pod rozstrzygnięcie tego sądu.⁷²⁴ Ponadto, właściwość rzeczowa Sądu Giełdowego obejmuje rozpatrywanie odwołań od decyzji Zarządu Giełdy dotyczących nałożenia kar regulaminowych (§1 ust. 3 Regulaminu Sądu Giełdowego). Warto jednakże zwrócić uwagę, że w świetle statutu GPW do właściwości Sądu Giełdowego może należeć również rozstrzygnięcie wszelkich innych spraw, o ile stanowi tak Regulamin tego sądu lub przepisy obowiązujące na giełdzie.⁷²⁵

⁷²³ Szerzej na temat zasady instancyjności postępowań sądowych w świetle art. 176 ust. 1 Konstytucji RP zob. np. M. Michalska-Marciniak, *Zasada instancyjności w postępowaniu cywilnym*, Warszawa 2013, s. 145 i nast.

⁷²⁴ Zob. §1 ust. 1, 2 i 4 Regulaminu Sądu Giełdowego – dokument dostępny na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/pub/GPW/pdf/RegulaminSadGieldowy.pdf> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁷²⁵ Zob. §28 ust. 2 statutu GPW – dokument dostępny do pobrania na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje-prawne> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

Szczegółowe zasady funkcjonowania Sądu Giełdowego określa jego regulamin. Podobnie jak w przypadku Sądu Polubownego przy KNF istotną zaletą Sądu Giełdowego w kontekście omawianej problematyki jest wyraźny wymóg legitymowania się przez sędziów tegoż sądu fachową wiedzą w dziedzinie prawa rynku kapitałowego, która daje rękojmię bezstronnego i rzetelnego rozwiązywania sporów zawisłych przed tym sądem.⁷²⁶ Postępowanie przed Sądem Giełdowym może mieć postać mediacji (§23-§24 Regulaminu Sądu Giełdowego) albo arbitrażu (§25-§45 Regulaminu Sądu Giełdowego), przy czym we wszystkich sprawach nieuregulowanych w Regulaminie Sądu Giełdowego do postępowania przed tym sądem stosuje się odpowiednio przepisy k.p.c. (§22 Regulaminu Sądu Giełdowego), co oznacza, w szczególności, że warunkiem (podstawą prawną) wszczęcia postępowania przed Sądem Giełdowym jest zapis na sąd polubowny, o którym mowa w art. 1161 § 1 i nast. k.p.c. W kontekście instancyjności postępowania przed Sądem Giełdowym zarówno statut GPW, jak i Regulamin Sądu Giełdowego stanowią *expressis verbis*, że orzeczenia tego sądu są ostateczne i nie przysługuje od nich odwołanie.⁷²⁷ Natomiast, podobnie jak ma to miejsce w przypadku rozstrzygnięć Sądu Polubownego przy KNF, również wyrok Sądu Giełdowego lub ugoda przed nim zawarta mają moc prawną na równi z wyrokiem sądu państwowego lub ugodą przed takim sądem zawartą, po stwierdzeniu przez sąd państwowy ich wykonalności.⁷²⁸

Biorąc pod uwagę scharakteryzowane wyżej właściwości oraz ogólną specyfikę organizacji Sądu Giełdowego (w szczególności wysokie kwalifikacje sędziów tego sądu), zdaje się nie ulegać wątpliwości, że sąd ten byłby zdolny weryfikować – w sposób szybki i skuteczny – prawidłowość obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a zarazem, w przypadku oceny negatywnej, stwierdzać *ex ante* zastosowanie zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, czyli *de facto* „egzekwować” sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej w obliczu konfliktu przed WZA lub w jego trakcie. W związku z tym, alternatywnie do propozycji *de lege ferenda* sformułowanej w poprzednim punkcie pracy, warto rozważyć wprowadzenie takich zmian w obowiązujących źródłach prawa giełdowego, na podstawie których Sąd Giełdowy byłby *de lege ferenda* właściwy rzeczowo orzekać również w

⁷²⁶ W myśl §7 ust. 1 Regulaminu Sądu Giełdowego „Sędzią giełdowym może być wyłącznie osoba fizyczna mająca pełną zdolność do czynności prawnych, korzystająca w pełni z praw publicznych i obywatelskich, posiadająca wyższe wykształcenie i odpowiednią wiedzę związaną z obrotem instrumentami finansowymi, dająca rękojmię bezstronnego i rzetelnego rozstrzygnięcia sporów, o których mowa w § 1.”. W praktyce w skład sędziów Sądu Giełdowego wchodzi najwybitniejsi przedstawiciele polskiej doktryny prawa spółek i rynku kapitałowego – por. obecny skład 10 sędziów Sądu Giełdowego według informacji na stronie internetowej GPW pod adresem: <https://www.gpw.pl/sad-gieldowy> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁷²⁷ Zob. §28 ust. 5 statutu GPW oraz §43 Regulaminu Sądu Giełdowego.

⁷²⁸ §44 Regulaminu Sądu Giełdowego.

sprawach o prawa niemajątkowe (w tym zakresie mieściłyby się zatem m.in. spory o wykonywanie uprawnień korporacyjnego w postaci prawa głosu z akcji) wynikających z przepisów regulujących zorganizowany obrót instrumentami finansowymi (do przepisów tych zaliczają się z pewnością przepisy rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej dotyczące obrotu znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych). W tym celu oczywiście należałoby odpowiednio rozszerzyć kognicję Sądu Giełdowego poprzez wprowadzenie stosownego postanowienia do Regulaminu Sądu Giełdowego (np. nowego przepisu §1 ust. 1a tego regulaminu) lub innych przepisów obowiązujących na GPW, co zresztą korespondowałoby w sposób czytelny z treścią §28 ust. 2 statutu GPW.

Wdrożenie proponowanego rozwiązania *de lege ferenda* w sposób zapewniający efektywne rozstrzygnięcie sytuacji spornych na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej wymagałoby jednakowoż znacznie dalej idących zmian legislacyjnych w obrębie prawa giełdowego niżeli jedynie rozszerzenie zakresu właściwości rzeczowej Sądu Giełdowego. Przede wszystkim, podobnie jak zostało to uczynione w odniesieniu do propozycji poddania sporu dotyczącego sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej pod rozstrzygnięcie Sądu Polubownego przy KNF, także w tym miejscu konieczne jest skonstruowanie *de lege ferenda* specjalnej formuły przyspieszonego postępowania arbitrażowego oraz uniwersalnej i wiążącej zarówno akcjonariuszy spółki publicznej, jak i tę spółkę podstawy prawnej wszczęcia oraz przeprowadzenia takiego postępowania przed Sądem Giełdowym.

W odniesieniu do kwestii implementacji samej procedury przyspieszonego arbitrażu przed Sądem Giełdowym, to w wymiarze legislacyjnym zaproponować należałoby *de lege ferenda* uzupełnienie działu III Regulaminu Sądu Giełdowego, zatytułowanego „Postępowanie w sprawach cywilnych”, o nową część 1a poświęconą przyspieszonemu postępowaniu arbitrażowemu, które charakteryzować powinny, przede wszystkim, takie walory jurydyczne, jak: brak rozprawy, prowadzenie postępowania przez skład orzekający w osobie jednego fachowego arbitra, doręczenia wszelkiej korespondencji dokonywane w trybie elektronicznym oraz nieprzekraczalny termin wydania wyroku wraz z uzasadnieniem – wynoszący 14 dni od dnia otrzymania odpowiedzi na pozew, która z kolei powinna wpłynąć od pozwanego najpóźniej w terminie 7 dni od dnia otrzymania pozwu.⁷²⁹ Innymi słowy, postępowanie to winno cechować się wysoką ekonomią oraz szybkością – zważywszy na fakt, iż miałyby być dedykowane rozpoznawaniu spraw niecierpiących zwłoki, w tym

⁷²⁹ Reguły cechujące proponowane przyspieszone postępowanie arbitrażowe przez Sądem Giełdowym powinny jawić się w sposób analogiczny do reguł zaproponowanych dla przyspieszonego postępowania arbitrażowego przed Sądem Polubownym przy KNF, albowiem u podstaw uruchomienia tego rodzaju postępowania stałyby te same potrzeby praktyczne oraz względy normatywne. Por. pkt 5.3.8.1.1. powyżej.

rozstrzygnięciu sporów o posiadanie lub nieposiadanie prawa do wykonywania prawa głosu z akcji przez akcjonariusza podejrzanego o naruszenie obowiązków dotyczących zmian stanu posiadania w spółkach giełdowych. Jednocześnie do wyroków wydawanych w trybie proponowanego postępowania miałby zastosowanie §43 Regulaminu Sądu Giełdowego, w myśl którego orzeczenia tego sądu są ostateczne i nie przysługują od nich odwołania.

Generalne umocowanie Sądu Giełdowego do przeprowadzenia proponowanego postępowania i wydania w jego rezultacie werdyktu w sprawach zastosowania (bądź nie) sankcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej wymagałoby ponadto ustanowienia konkretnej podstawy prawnej, która powinna mieć uniwersalne (powszechne na rynku giełdowym) zastosowanie. Oznacza to, że potrzebne byłoby wprowadzenie – równoznacznej z zapisem na sąd polubowny – podstawy prawnej, która zapewniałaby, że każdy spór co do naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, a tym samym co do aktualizacji sankcji utraty prawa głosu z akcji, poddany byłby przez akcjonariuszy spółki publicznej lub przez taką spółkę pod rozstrzygnięcie Sądu Giełdowego. W tym celu można by zaproponować *de lege ferenda* wprowadzenie stosownego postanowienia do Regulaminu Giełdy lub do Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego, a więc do wewnętrznych regulacji rynku giełdowego o charakterze kontraktowym, do których przestrzegania zobligowane są wszystkie spółki publiczne będące emitentami akcji dopuszczonych do obrotu na rynku giełdowym.⁷³⁰ Zmiana tych regulacji nie wymagałaby zresztą przeprowadzenia złożonej procedury ustawodawczej, lecz jedynie podjęcia stosownej uchwały przez, odpowiednio, Radę Giełdy lub Zarząd Giełdy, czyli właściwy organ spółki prowadzącej rynek giełdowy w Polsce. Warto podkreślić, że chociaż ani Regulamin Giełdy, ani Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego nie stanowią źródeł powszechnie obowiązującego prawa, to, jak zostało to wyjaśnione w pierwszej części rozprawy, dokumenty te mają *quasi*-normatywny charakter, a zawarte w nich abstrakcyjno-generalne unormowania stosuje się względem wszystkich kategorii uczestników obrotu giełdowego.⁷³¹ W ten sposób wprowadzenie do nich postanowienia stanowiącego uniwersalną podstawę proponowanego przyspieszonego postępowania arbitrażowego przed Sądem Giełdowym w sprawach dotyczących sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej dawałoby pożądany efekt powszechności w obrębie rynku giełdowego. Jednocześnie wprowadzenie takiego postanowienia do wskazanych regulacji nie kolidowałoby *de lege ferenda* z przepisami k.p.c.

⁷³⁰ Zob. §28 Regulaminu Giełdy oraz Dział I Rozdział 1 §1 ust. 1 lit. k) Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego.

⁷³¹ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo..., op. cit.*, s. 9-11. Zob. szerzej pkt 1.1. rozprawy.

w zakresie dotyczącym wymogów formalnych jakie powinien spełniać dla swej ważności zapis na sąd polubowny. Postanowienia zarówno Regulaminu Giełdy, jak i Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego – pomimo, że ich treść jest uchwalana przez organy spółki sprawującej pieczę nad obrotem na rynku giełdowym – mają bowiem naturę kontraktową (stanowią część składową swoistej umowy o dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego zawieranej pomiędzy spółką publiczną będącą emitentem tych akcji a GPW i pozostałymi uczestnikami rynku giełdowego), a więc zdają się odpowiadać wymogom formalnym postawionym zapisowi na sąd polubowny przez art. 1161 oraz 1162 k.p.c. Reasumując, zastosowanie proponowanego rozwiązania *de lege ferenda* pozwalałoby uznać, że każda spółka publiczna, wprowadzając swe akcje do obrotu na rynku giełdowym, jak i każdy akcjonariusz takiej spółki publicznej, w chwili nabycia jej akcji, wyrażają obopólną zgodę (umawiają się) na powszechnie obowiązujący na rynku giełdowym zapis na stały sąd polubowny (Sąd Giełdowy), który w razie zaistnienia kiedykolwiek sporu na tle możliwości wykonywania prawa głosu z akcji w świetle art. 89 ustawy o ofercie publicznej będzie właściwy wydać – w trybie przyspieszonej procedury arbitrażowej – fachowy i ostateczny wyrok w tej materii.

W końcu, odwołując się do historii polskiego prawa giełdowego, warto zasygnalizować, że sąd podobny do proponowanego funkcjonował już w II Rzeczypospolitej. Tzw. giełdowy sąd rozjemczy powołany został na podstawie Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd.⁷³² W myśl § 27-28 tego rozporządzenia sąd ten zajmował się, w braku odmiennej decyzji stron, rozstrzygnięciem sporów z zakresu obrotu giełdowego. Sąd ów strony ustanawiały spośród członków fachowej komisji rozjemczej, a jego orzeczenia były ostateczne i nie przysługiwały od nich odwołania, co bez wątplenia miało na celu, odpowiednio, wysoką jakość werdyktów oraz usprawnienie postępowania.

5.3.9.1.3. Powołanie swoistego komitetu opiniodawczego przy Radzie Giełdy

Następną, alternatywną i wartą uwagi, propozycją *de lege ferenda* odnośnie do uzupełnienia obowiązującego prawa o mechanizm służący optymalizacji praktycznego zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej (odebrania prawa głosu z akcji) – w następstwie

⁷³² Zob. Dz. U. z 1924 r. Nr 114, poz. 1019.

stwierdzenia naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych – jest koncepcja powołania niezależnego komitetu w ramach Rady Giełdy, którego wyłącznym zadaniem byłoby wydawanie fachowych opinii w sprawach związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych, a w szczególności, opinii interpretujących okoliczności faktyczne potencjalnego naruszenia obowiązków w tym zakresie, a co za tym idzie stwierdzających stan prawny i sposób postępowania w danym przypadku. Rzecz jasna, rozważając niniejszą koncepcję *de lege ferenda* należy już na wstępie wyraźnie zaznaczyć – tak, aby nie narazić jej na zarzut niekonstytucyjności – iż proponowany komitet Rady Giełdy miałby pełnić funkcję opiniodawczą, co oznacza, iż nie należałoby go utożsamiać z jakąkolwiek instancją w postępowaniu sądowym, zaś wydawanych przez ów komitet opinii w indywidualnie zgłaszanych sprawach nie należałoby traktować jako wiążących ani ostatecznych rozstrzygnięć, które miałyby zastępować wyroki sądu powszechnego. Niezależność i, przede wszystkim, fachowość członków postulowanego komitetu miałyby stać u podstaw atrakcyjności instytucji pozostawienia danej sprawy z zakresu obrotu znacznymi pakietami akcji do interpretacji proponowanego komitetu, a także stanowić swoistą gwarancję posłuchu stron sporu korporacyjnego wobec dyrektywy zawartej w opinii wydanej przez przedmiotowy komitet. Tytułem porównawczo-prawnym warto zresztą zauważyć, że podobne, niezależne ciała – zajmujące się m.in. rozważaniem spraw z zakresu przejęć kontroli nad spółkami publicznymi – funkcjonują z powodzeniem np. w Wielkiej Brytanii (*Takeover Panel*)⁷³³ i Irlandii (*Irish Takeover Panel*)⁷³⁴, a także w Australii (*Australian Takeovers Panel*)⁷³⁵ czy Nowej Zelandii (*Takeovers Panel*)⁷³⁶, z tą jednak istotną różnicą, iż zasadniczo każde z wymienionych ciał uprawnione jest zarówno do kreowania kształtu regulacji poświęconych przejęciom kontroli nad spółkami giełdowymi, jak i do wydawania wiążących rozstrzygnięć w badanych sprawach z takiego zakresu. Taki stan rzeczy wynika jednakowoż z całkowicie odmiennej charakterystyki anglosaskich systemów prawnych (ang. *common law*). Tak więc, w naszym porządku prawnym, proponowany komitet Rady Giełdy (można by go nazwać „roboczo” komitetem kontroli obrotu znacznymi

⁷³³ Szerzej na temat funkcji i struktury brytyjskiego *Takeover Panel* zob. <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/organisation-chart> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁷³⁴ Szerzej o funkcjach i strukturze *Irish Takeover Panel* zob. <http://irishtakeoverpanel.ie/about/> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁷³⁵ Szerzej o strukturze i roli australijskiego *Australian Takeovers Panel* zob. https://www.takeovers.gov.au/content/DisplayDoc.aspx?doc=about/about_the_panel.htm (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁷³⁶ Szerzej o funkcjach i wizji nowozelandzkiego *Takeovers Panel* zob. <http://www.takeovers.govt.nz/about-the-panel/> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

pakietami akcji spółek publicznych) mógłby realizować swoje zadania jako ciało opiniodawcze, działające w oparciu o stosowne regulacje wewnątrz-giełdowe o charakterze *quasi*-normatywnym, jak statut GPW, Regulamin Giełdy oraz Regulamin Rady Giełdy, natomiast celem zapewnienia powszechnego – normatywnego – statusu tego komitetu należałoby, niejako w pierwszym stadium, ustanowić odpowiednią delegację rangi ustawowej w tym zakresie.

De lege ferenda zaproponować można by więc wprowadzenie stosownej delegacji ustawowej w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej (choćby w art. 90c tej ustawy) lub uzupełnienie istniejącej delegacji ustawowej zawartej w art. 28 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi o nowy wymóg określenia w treści Regulaminu Giełdy także sposobu postępowania w przypadku naruszenia lub podejrzenia naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych oraz trybu opiniowania sporów dotyczących sankcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Na takiej podstawie Rada Giełdy byłaby zarazem upoważniona, jak i zobowiązana do ustanowienia w treści Regulaminu Giełdy mechanizmu uprawniającego proponowany komitet do badania okoliczności zmiany stanu posiadania, która budzi kontrowersje i wydania indywidualnej opinii w sprawie zastosowania (albo nie) zakazu wykonywania prawa głosu przez podejrzanego akcjonariusza spółki publicznej. Rzecz jasna należałoby też zamieścić w treści statutu GPW odpowiednie postanowienie poświęcone powołaniu tego rodzaju komitetu przez Radę Giełdy (np. poprzez dodanie w §14 statutu GPW nowego ust. 5b). Warto zwrócić uwagę, że wprowadzenie zmian w Regulaminie Giełdy lub w statucie GPW wymagałoby dla swej skuteczności zgody KNF (art. 29 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), aczkolwiek można zasadnie oczekiwać, że takowa zgoda byłaby jedynie formalnością w sytuacji kiedy wdrożenie analizowanych zmian wynikałoby z potrzeby dostosowania treści modernizowanych dokumentów do delegacji ustawowej. Z kolei szczegółowe zasady organizacji, powoływania członków i funkcjonowania proponowanego komitetu powinny zostać *de lege ferenda* ustalone w Regulaminie Rady Giełdy (a, technicznie rzecz biorąc, w stosownym załączniku do tego regulaminu) tak, jak ma to miejsce odnośnie do pozostałych komitetów działających *de lege lata* w ramach Rady Giełdy.⁷³⁷ Nie ulega wątpliwości, że celem uzyskania jak najwyższej jakości pracy proponowanego komitetu winien się on składać wyłącznie z wybitnych specjalistów z takich dziedzin, jak obrót instrumentami finansowymi

⁷³⁷ Zob. Regulamin Rady Giełdy wraz z załącznikiem określającym zadania poszczególnych komitetów – dokument dostępny do pobrania na stronie internetowej GPW pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

czy prawo rynku kapitałowego, w szczególności, będących przedstawicielami doktryny lub praktyki branży finansowej lub prawniczej.

W ujęciu chronologicznym tryb w jakim proponowany komitet kontroli obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych powinien procedować w celu wydania opinii w sprawie podejrzanego naruszenia wymogów ustawowych dotyczących tego obrotu, a tym samym zaistnienia przesłanek aktualizacji sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej przez danego akcjonariusza, mógłby kształtować się następująco: 1) złożenie przez zarząd spółki publicznej lub przez jej akcjonariusza, lub akcjonariuszy wniosku do tegoż komitetu o wydanie opinii w sprawie – przy czym ów wniosek mógłby być składany na zestandaryzowanym formularzu, co z pewnością uczyniłoby rozpoznanie każdego zagadnienia bardziej przejrzystym z technicznego punktu widzenia; 2) dostarczenie przez podmioty zainteresowane kierunkiem opinii, w terminie 7 dni od dnia złożenia wniosku, o którym mowa w pkt 1), wszelkiej dokumentacji istotnej dla rozpatrzenia sprawy – pod rygorem braku możliwości powoływania się na dokumentację złożoną po tym terminie (prekluzja dowodowa); 3) zapoznanie się przez komitet ze zgromadzonymi dokumentami oraz wysłuchanie wnioskodawcy i podmiotów bezpośrednio zainteresowanych kierunkiem opinii; 4) wydanie, w nieprzekraczalnym terminie 14 dni od dnia, w którym upłynął termin dostarczenia wyżej określonej dokumentacji, pisemnej opinii w sprawie wraz z uzasadnieniem. Złożenie wniosku o wydanie opinii przez proponowany komitet podlegałoby stałej opłacie, którą ponosiłby wnioskodawca. Jednocześnie – w celu usprawnienia (uproszczenia) proponowanego *de lege ferenda* sposobu działania komitetu kontroli obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych – wszelka korespondencja kierowana z i do tego komitetu powinna mieć formę elektroniczną.

Jakkolwiek innowacyjna (i kontrowersyjna) może wydawać się na chwilę obecną przedstawiona koncepcja *de lege ferenda*, to dyskusja na jej temat w zaproponowanym lub nieco odmiennym kształcie jest z pewnością wskazana. Biorąc bowiem pod uwagę powagę problemów praktycznych wynikających z obecnej regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, utworzenie postulowanego komitetu przy Radzie Giełdy w celu wydawania opinii w sporach na tle tej regulacji stanowiłoby potencjalne rozwiązanie tych problemów, dające uczestnikom sporów szansę szybkiego uzyskania konkretnej opinii wskazującej właściwy sposób postępowania w trakcie głosowania na WZA – w przeciwieństwie do braku jakiegokolwiek inicjatywy i dalszego utrzymywania *status quo*.

5.3.9.1.4. Utworzenie Sądu Rynku Finansowego

Najdalej idącym oraz najbardziej kompleksowym, w znaczeniu zarówno normatywnym, jak i praktycznym, rozwiązaniem *de lege ferenda*, które jest warte zaproponowania w celu rozwiązania problemów na tle stosowania regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, ale nie tylko – gdyż rozwiązanie to pozwalałoby rozstrzygać wszelkie spory cywilne z zakresu regulacji rynku finansowego – jest utworzenie powszechnego Sądu Rynku Finansowego. Jak zasygnalizowano we wcześniejszej części pracy sąd polubowny o zbliżonej specjalizacji – tzw. giełdowy sąd rozjemczy – działał w II Rzeczypospolitej.⁷³⁸ Z kolei współcześnie koncepcję powołania podobnego sądu – choć w znacznie węższym ujęciu (jedynie w postaci polubownego Sądu Rynku Kapitałowego właściwego w zakresie egzekwowania zasad ładu korporacyjnego na GPW) – zaprezentowano i chciano wdrożyć kilkanaście lat temu.⁷³⁹ Idea ta, promowana przez Wiesława Rozłuckiego, pierwszego i wieloletniego prezesa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., wzbudziła jednak wtedy liczne protesty spółek giełdowych. Wydaje się, że nasz rynek kapitałowy nie był ówczesnie ani na tyle dojrzały normatywnie, ani mentalnie gotowy, aby przychylić się do tej idei, w skutek czego została ona porzucona. Obecnie funkcjonują na forum rynku giełdowego, scharakteryzowane we wcześniejszych fragmentach pracy, Sąd Polubowny przy KNF oraz Sąd Giełdowy. Są to jednakże stałe sądy polubowne i – w braku przeprowadzenia modernizacji ich statusu prawnego oraz kompetencji – ich działalność pozostaje *de iure* istotnie ograniczona. Co za tym idzie, alternatywnie do propozycji *de lege ferenda* polegających na przeprowadzeniu licznych zabiegów legislacyjnych w celu wyposażenia któregoś z tych stałych sądów polubownych w uniwersalną właściwość do orzekania w sprawach cywilnych związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, należy rozważyć systemową koncepcję utworzenia nowego, specjalistycznego sądu powszechnego w postaci Sądu Rynku Finansowego.

Przede wszystkim, podkreślić trzeba, że powołanie Sądu Rynku Finansowego właściwego do rozpoznawania spraw o prawa majątkowe i niemajątkowe z zakresu rynku finansowego oraz ustanowienie szczególnych reguł postępowania przed nim – stanowi koncepcję *de lege ferenda* o znacznie bardziej uniwersalnym znaczeniu niż propozycje sformułowane powyżej. Jej wprowadzenie pozwoliłoby bowiem nie tylko zoptymalizować

⁷³⁸ Zob. pkt 5.3.8.1.2. pracy.

⁷³⁹ Zob. np. A. Szumański, *Sąd...*, *op. cit.*, s. 89-99, a także S. Gawłowski, *SEG: najlepszy sąd to rynek*, Puls Biznesu z 2.10.2002 r. – artykuł dostępny na stronie internetowej pod adresem: <https://www.pb.pl/seg-najlepszy-sad-to-rynek-124379> oraz S. Sachno, *GPW: jeden sąd dla rynku*, Gazeta Giełdy Parkiet z 22.07.2010 r. – artykuł dostępny na stronie internetowej pod adresem: <http://www.parkiet.com/arttykul/950917.html>.

efektywność badanych w ramach niniejszej pracy przepisów normujących obrót znacznymi pakietami akcji (zminimalizować zagrożenia wskazane w głównej tezie badawczej), lecz również zoptymalizować sprawowanie wymiaru sprawiedliwości oraz realizację praw uczestników rynku finansowego do rozpoznawania ich spraw w sposób fachowy i w rozsądnym terminie w ogóle. Nie ulega bowiem kwestii, że rynek finansowy – którego segmentem jest rynek kapitałowy – stanowi wyjątkowo złożone i skomplikowane forum obrotu różnymi formami kapitału, w oparciu o różne instrumenty finansowe.⁷⁴⁰ Ów rynek rządzi się swoimi prawami, szczególną specyfiką i wewnętrznymi zwyczajami (praktykami), co z kolei oznacza, że w razie pilnej potrzeby uzyskania prawidłowego (profesjonalnego) werdyktu w sporze na tym tle konieczna jest po prostu fachowa znajomość instytucji i zasad funkcjonowania tego rynku (*know-how*) oraz odpowiednie doświadczenie praktyczne w obrocie na tym rynku. Tego, najzwyczajniej w świecie, nie zapewnia obecny ustrój powszechnego wymiaru sprawiedliwości. Funkcjonujące dzisiaj sądy powszechne zajmują się, co do zasady, wszelkimi kategoriami spraw cywilnych i nie posiadają specjalistycznej wiedzy o obrocie instrumentami finansowymi. Wiedzy takiej nie można też zasadnie oczekiwać od funkcjonujących *de lege lata* sądów gospodarczych (wydziałów gospodarczych), do właściwości których należy wprowadzić orzekanie m.in. w sprawach ze stosunku spółki (art. 2 ust. 2 pkt 2) ustawy z dnia 24 maja 1989 r. o rozpoznawaniu przez sądy spraw gospodarczych⁷⁴¹), ale z reguły są to sprawy wynikające ze sporów na tle k.s.h., a nie multidyscyplinarnych regulacji rynku finansowego. W obecnym stanie prawnym brakuje po prostu sądu powszechnego (wydziału takiego sądu), którego sędziowie legitymowaliby się ekspercką wiedzą w dziedzinie prawa rynku finansowego. W konsekwencji jakiegokolwiek postępowania sądowe w sprawach cywilnych z zakresu rynku finansowego obciążone są ryzykiem przewlekłości i nadmiernych kosztów (udziału biegłych specjalistów), a wiarygodność (jakość) końcowych orzeczeń sądowych w tych sprawach pozostaje dalece wątpliwa. Z tych przyczyn utworzenie profesjonalnego Sądu Rynku Finansowego, który skupiałby w sobie kadre sędziów-specjalistów z dziedziny prawa rynku finansowego wydaje się bardzo pożytecznym pomysłem *de lege ferenda*.⁷⁴² W tym miejscu warto *notabene*

⁷⁴⁰ Zob. W. Nawrot, *op. cit.*, s. 13 i nast.

⁷⁴¹ Tekst jedn. Dz. U. z 2016 r. poz. 723.

⁷⁴² Podobnie uzasadnioną propozycję utworzenia specjalistycznego Federalnego Sądu Rynku Kapitałowego przedstawiono w doktrynie prawa rynku kapitałowego w Szwajcarii. *Federal Capital Market Court of First Instance* z siedzibą w Zurychu miałby orzekać we wszelkich sprawach z zakresu rynku kapitałowego – zarówno cywilnych, administracyjnych, jak i karnych, a jego właściwość w tym wymiarze byłaby obligatoryjna. Zob. szerzej J. M. Schaller, *Establishing a Federal Capital Market Court of First Instance – Why not?*, Jusletter z 19.04.2010 r. – publikacja dostępna na stronie internetowej pod adresem: https://www.hollaw.ch/fileadmin/user_upload/Publications/Jean_Marc_Schaller/14_Establishing_a_Federal_Capital_Market_Co

zasygnalizować, że pozytywy wyodrębnienia specjalistycznego sądu rynku finansowego dostrzeżono już kilka lat temu w prawie zagranicznym – sąd taki powstał np. w październiku 2015 r. w Londynie, jako wspólna inicjatywa Wydziału Kanclerskiego tamtejszego Sądu Cywilnego (ang. *Chancery Division of High Court of Justice*) oraz Sądu Gospodarczego (ang. *Commercial Court*). Sąd ten jest sądem I instancji i rozpoznaje wyłącznie sprawy z zakresu rynku finansowego określone w tzw. *Financial List*, czyli w specjalistycznej liście spraw, która typizuje rozmaite kategorie sporów na tle regulacji rynku finansowego. Właściwość terytorialna tego sądu obejmuje zarówno Anglię, jak i Walię. Jednocześnie najistotniejszym walorem brytyjskiego sądu rynku finansowego jest to, iż wszelkie sprawy rozpoznawane w oparciu o *Financial List* prowadzą sędziowie-eksperti, którzy muszą legitymować się szczególnymi kwalifikacjami oraz doświadczeniem w zakresie rynku finansowego. Należy uzupełnić, że koncepcję powołania tego sądu w Wielkiej Brytanii uzasadniono potrzebą zapewnienia szybkiego, efektywnego i fachowego rozpoznawania spraw z zakresu rynku finansowego.⁷⁴³

Postulowany Sąd Rynku Finansowego wchodziłby w skład struktury sądów powszechnych, sprawując wymiar sprawiedliwości w zakresie nienależącym do sądów administracyjnych, sądów wojskowych oraz Sądu Najwyższego (art. 1 § 2 prawa o ustroju sądów powszechnych). Utworzenie tego sądu wymagałoby stosownego rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości zgodnie z art. 20 prawa o ustroju sądów powszechnych. Sąd ten można by *de lege ferenda* umiejscowić w strukturze sądownictwa powszechnego w sposób analogiczny to tego, w jaki zostało to uczynione w odniesieniu do sądu antymonopolowego (Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów), czyli jako wydział Sądu Okręgowego w Warszawie do spraw cywilnych z zakresu rynku finansowego.⁷⁴⁴ Sąd Rynku Finansowego powinien *de lege ferenda* stanowić sąd pierwszej instancji, od orzeczeń którego przysługiwałaby apelacja do Sądu Apelacyjnego w Warszawie, a także możliwość wniesienia skargi kasacyjnej do Sądu Najwyższego. Umiejscowienie postulowanego sądu w Warszawie

urt_of_First_Instance.pdf (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.). Wprawdzie szwajcarska koncepcja umocowania jednego sądu do rozpoznawania spraw wynikających z różnych gałęzi prawa wydaje się, zważywszy na oczywiste odmienności ustrojowe naszego wymiaru sprawiedliwości, zbyt daleko idącym rozwiązaniem dla polskiego porządku prawnego, ale z pewnością stanowi ciekawy argument prawnoporównawczy przemawiający za powołaniem Sądu Rynku Finansowego właściwego w sprawach cywilnych z zakresu rynku finansowego.

⁷⁴³ „Cases in the Financial List will be managed and heard by specialist judges so as to provide fast, efficient and high quality dispute resolution of claims related to the financial markets.” – zob. pkt 1.3. *Guide to the Financial List* – oficjalny dokument dostępny na stronie internetowej rządu brytyjskiego pod adresem: <https://www.gov.uk/government/publications/financial-list-guide> (dostęp według stanu na dzień 1 stycznia 2019 r.).

⁷⁴⁴ Por. Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z dnia 30 grudnia 1998 r. w sprawie utworzenia sądu antymonopolowego (Dz. U. 1998 r. Nr 166, poz. 1254).

nie ulega kwestii, gdyż Warszawa stanowi centrum finansowe naszego kraju i właśnie w Warszawie swą siedzibę ma GPW, a także znaczna większość banków, funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeń, instytucji finansowych, agencji ratingowych lub wszelkich innych podmiotów objętych regulacjami rynku finansowego.

Odnosząc propozycję *de lege ferenda* utworzenia rodzimego Sądu Rynku Finansowego konkretnie do problematyki badawczej będącej przedmiotem tejże rozprawy należałoby ponadto wprowadzić takie – odrębne – reguły procedowania tego sądu w sporach wynikających z regulacji obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, które gwarantowałyby uzyskanie szybkiego i skutecznego rozstrzygnięcia przez strony konfliktu powstałego na tle tych regulacji. W przeciwnym razie, a mianowicie rozpoznawania spraw przez proponowany sąd w zwykłym trybie procesowym, jego samo powołanie byłoby pozbawione praktycznego sensu. Stwierdzone w głównej tezie badawczej pracy zagrożenia dla bezpieczeństwa stosunków koreporacyjnoprawnych w spółkach publicznych czy dla stabilności obrotu prawnego tychże spółek polegają bowiem, w szczególności, na braku *de lege lata* trybu, na podstawie którego sąd powszechny byłby zobowiązany stwierdzić naruszenie (albo nie) obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, a tym samym faktycznie „egzekwować” sankcję z art. 89 tej ustawy w sposób dynamiczny, a więc taki, który by tych zagrożeń nie implikował. Innymi słowy, w utworzeniu postulowanego Sądu Rynku Finansowego należy upatrywać słuszne rozwiązanie obserwowanych trudności na tle stosowania sankcji utraty prawa głosu z akcji jedynie wówczas, gdy ustawodawca wprowadziłby równocześnie przeznaczony tym sprawom tryb postępowania, w ramach którego ów sąd miałby się poruszać. W związku z tym, rozważyć *de lege ferenda* trzeba rozszerzenie katalogu postępowań odrębnych uregulowanych w tytule VII księgi pierwszej k.p.c. o nowe postępowanie dedykowane sprawom z zakresu prawa rynku finansowego, a w tym m.in. sprawom z zakresu prawa rynku kapitałowego wynikającym z przepisów ustawy o ofercie publicznej: o stwierdzenie naruszenia przepisów o obowiązkach nabywców znacznych pakietów akcji z rozdziału 4 tej ustawy oraz o ustalenie istnienia (stwierdzenie zakazu wykonywania) prawa głosu z akcji spółki publicznej w przypadku podejrzenia naruszenia przepisów art. 69, art. 73 ust. 1, 2 lub 3, art. 74 ust. 1, 2 lub 5, art. 79, art. 77 ust. 4 pkt 1 lub 3 albo art. 88a ustawy o ofercie publicznej. W ujęciu technicznym proponowana zmiana legislacyjna powinna polegać na dodaniu do tytułu VII księgi pierwszej k.p.c. nowego działu IVg, w ramach którego począwszy od art. 479⁸⁹ k.p.c. określone zostałyby reguły postępowania w przedmiocie oceny prawidłowości obrotu znacznymi pakietami akcji czy

możliwości realizacji prawa głosu z akcji w świetle zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

Tryb orzekania przez Sąd Rynku Finansowego w sprawach dotyczących kontroli obrotu znacznymi pakietami akcji należałoby ukształtować w sposób podobny do – zaproponowanych wyżej alternatywnie – procedur rozpoznawania tego rodzaju spraw przez Sąd Polubowny przy KNF czy Sąd Giełdowy, uwzględniając jednak pewne podstawowe odmienności ustrojowe obowiązujące pomiędzy powszechnym wymiarem sprawiedliwości, w strukturze którego miałyby działać Sąd Rynku Finansowego, a sądownictwem polubownym. Po pierwsze, legitymację czynną do wniesienia powództwa o stwierdzenie naruszenia przepisów o obowiązkach nabywców znacznych pakietów akcji oraz o ustalenie istnienia (stwierdzenie zakazu wykonywania) prawa głosu z akcji spółki publicznej w przypadku naruszenia tych przepisów posiadałby każdy, kto wykazałby w tym swój interes prawny (na kształt legitymacji czynnej w przypadku powództwa z art. 189 k.p.c.), przy czym *ex lege* posiadałby ją zarząd spółki publicznej, której akcji sprawa dotyczy oraz poszczególni jego członkowie, akcjonariusz podejrzany o naruszenie obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji lub każdy z pozostałych akcjonariuszy tej spółki z osobna lub łącznie. Powództwo powinno być *de lege ferenda* wytaczane przeciwko akcjonariuszowi podejrzanemu o naruszenie określonych obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, chyba, że on sam z nim występuje. W takim przypadku akcjonariusz powinien wystąpić z powództwem przeciwko spółce publicznej. Po drugie, maksymalny czas trwania proponowanego postępowania *de lege ferenda* nie powinien przekraczać 1 miesiąca, licząc od dnia wniesienia powództwa do dnia wydania wyroku wraz z uzasadnieniem, co w oczywisty sposób miałyby zaspokajać potrzebę szybkiego rozstrzygnięcia sprawy. W związku z tym, po trzecie, należałoby rozważyć także wprowadzenie wymogu, aby *de lege ferenda* wszelka korespondencja w postępowaniu wnoszona była wyłącznie za pośrednictwem systemu teleinformatycznego – stosując odpowiednio przepisy o elektronicznym postępowaniu upominawczym w tym zakresie. Po czwarte, w ramach proponowanego postępowania Sąd Rynku Finansowego mógłby rozpoznawać sprawy na posiedzeniu niejawnym, wyłącznie na podstawie materiałów przekazanych przez strony. Celem usprawnienia postępowania nie byłaby wyznaczana rozprawa, podczas której strony przedstawiałyby swoje stanowiska. Po piąte, wyrok wydawany przez Sąd Rynku Finansowego w trybie proponowanego postępowania mógłby podlegać natychmiastowej wykonalności, której klauzulę sąd ten nadawałby wyrokowi z urzędu w dniu ogłoszenia wyroku. Takie rozwiązanie umożliwiłoby w praktyce „egzekwowanie” wyroku i, ewentualne, zakazu wykonywania prawa głosu z akcji

w myśl art. 89 ustawy o ofercie publicznej od razu – bez konieczności dalszego wstrzymywania obrad WZA. Po szóste, postępowanie przed Sądem Rynku Finansowego odbywałoby się w ramach I instancji tak, że środek odwoławczy od wyroków tego sądu przysługiwałby do Sądu Apelacyjnego w Warszawie. Jakkolwiek – z punktu widzenia specyfiki problemów praktycznych opisanych w niniejszej rozprawie – pożądany byłby jednoinstancyjny model procedowania Sądu Rynku Finansowego (gwarantowałby stabilność rozstrzygnięć), to jednak jego orzeczenia nie mogłyby mieć charakteru ostatecznego, gdyż stałoby to w sprzeczności z zasadą dwuinstancyjnego modelu postępowania sądowego wyrażoną w art. 176 ust. 1 Konstytucji RP. Po siódme, w końcu, zarekomendować należałoby możliwość prowadzenia postępowania przed Sądem Rynku Finansowego alternatywnie w języku polskim albo angielskim tak, aby wyjść naprzeciw potrzebom komunikacyjnym globalnego rynku finansowego, a zarazem zapewnić przystępność polskiego wymiaru sprawiedliwości zagranicznym uczestnikom naszego rynku finansowego.⁷⁴⁵

5.3.9.2. Przyznanie kompetencji w zakresie rozstrzygnięcia sporu odnośnie naruszenia obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji i wyegzekwowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej w treści statutu spółki publicznej

Ostatnią propozycją *de lege ferenda* sformułowaną w niniejszej części dysertacji – a zarazem nieco odmienną od pozostałych – jest koncepcja polegająca na przyznaniu wybranemu organowi korporacji jaką jest spółka publiczna *ius decidendi* w sprawie stwierdzenia zastosowania zakazu wykonywania prawa głosu z akcji w treści statutu spółki publicznej.

Podobny pomysł zgłoszono już w literaturze przedmiotu, natomiast polegał on na analizie dopuszczalności *de lege lata* uregulowania odpowiednich kompetencji przewodniczącego WZA w statucie spółki.⁷⁴⁶ Wypada zresztą przychylić się do stanowiska M. Mataczyńskiego, autora tego pomysłu, iż w obecnym stanie prawnym ewentualne przyznanie przez akcjonariuszy spółki publicznej przewodniczącemu WZA *quasi-sądowej* kompetencji co do stwierdzenia nieprawidłowości w wykonaniu obowiązków z rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, co do zasady, nie ingeruje w wyczerpującą regulację ustawową oraz nie stoi w sprzeczności z naturą spółki akcyjnej ani z dobrymi obyczajami (art. 304 § 3 i

⁷⁴⁵ Podobnie J. M. Schaller, *op. cit.*

⁷⁴⁶ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 178-180.

§ 4 k.s.h.), a tym samym mieści się w granicach autonomii woli akcjonariuszy i, co za tym idzie, nie można wykluczyć możliwości jego unormowania w statucie.⁷⁴⁷ Niemniej jednak, choć idea wprowadzenia kompetencji przewodniczącego w tych sprawach do statutu spółki publicznej – w oparciu o obowiązujący stan regulacji – wydaje się przekonująca, to polega ona jedynie na fakultatywnej możliwości akcjonariuszy uzupełnienia statutu spółki publicznej o dodatkowe postanowienie o odpowiedniej treści. Innymi słowy zgłoszony pomysł nie gwarantuje uniwersalnego (powszechnego) rozwiązania problemu, któremu poświęcony został ten rozdział rozprawy, a mianowicie, czy i, ewentualnie, kto ma prawo (obowiązek) „prewencyjnie” stwierdzać zastosowanie zakazu wykonywania prawa głosu, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a więc *de facto* odbierać głos z części lub ze wszystkich akcji spółki publicznej w obliczu naruszenia przez danego akcjonariusza obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji.

W związku z powyższym rozważyć należy podobną propozycję *de lege ferenda* skierowaną na wprowadzenie powszechnie obowiązującego rozwiązania tego problemu, a mianowicie rozszerzenie obligatoryjnej treści statutu spółki akcyjnej o bezwarunkowe postanowienie wskazujące organ uprawniony do stwierdzania, że prawo głosu z akcji nie może być wykonywane na WZA w wyniku zaistnienia okoliczności określonych przepisami prawa.⁷⁴⁸ Wydaje się, że w obliczu kontrowersji praktycznych odnośnie tego, jak należy się zachować na WZA w obliczu powzięcia informacji o naruszeniu prawa przez danego akcjonariusza – skutkującym *ex lege* utratą możliwości wykonywania przez niego prawa głosu – propozycja taka jest co najmniej interesująca.⁷⁴⁹ W praktyce powinna ona polegać na tym, że akcjonariusze (założyciele) każdej spółki akcyjnej określiliby w statucie – pod rygorem odmowy zarejestrowania spółki – konkretny organ (np. zarząd spółki lub przewodniczącego zgromadzenia), który byłaby władny stwierdzać w przyszłości, iż w konsekwencji naruszenia poszczególnych obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji

⁷⁴⁷ Zob. szerzej *Ibidem*, s. 179. W kwestii granic *de lege lata* swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej zob. w szczególności Ł. Gasiński, *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej*, Warszawa 2014, s. 77 i nast. Por. także M. Pawełczyk, R. Tałaj, *op. cit.*, s. 3.

⁷⁴⁸ Szerzej nt. zakresu obligatoryjnej i fakultatywnej treści statutu spółki akcyjnej zob. np. A. Kidyba (red.), M. Michalski, *op. cit.*, s. 207 i nast.

⁷⁴⁹ Nie sposób jednoznacznie ocenić czy powszechne wprowadzenie do treści statutów spółek publicznych obligatoryjnych postanowień przyznających danemu organowi kompetencję do oceny prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji, a w razie stwierdzenia naruszenia w tym zakresie, do obiektywnego stwierdzenia zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, byłoby rzeczywiście pożytecznym rozwiązaniem. Można jedynie przypuszczać, że urzeczywistnienie takiej propozycji *de lege ferenda* ograniczyłoby w praktyce częstotliwość sporów na tym tle, a co za tym idzie, wzmocniłoby stabilność relacji korporacyjnoprawnych w spółkach publicznych i wzajemne zaufanie akcjonariuszy do siebie nawzajem. Odnośnie wpływu treści statutu spółki publicznej na decyzje inwestycyjne graczy giełdowych zob. M. Budzicki, *Statut jako jeden z determinantów wyceny akcji polskich spółek publicznych*, PUG 2008, Nr 12, s. 2 i nast.

(bądź obowiązku zawiadomienia o powstaniu stosunku dominacji z art. 6 k.s.h.) dany akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z części z całości należących do niego akcji. Wskazanie takie wiązałoby wszystkich akcjonariuszy spółki podobnie jak pozostałe obligatoryjne postanowienia zawarte w treści statutu. Zupełnie inną kwestią jest oczywiście prawidłowość realizacji w praktyce uprawnienia do stwierdzania niemożności głosowania przez organ, któremu ową kompetencję by powierzono. Mogłoby się przecież zdarzyć, że np. przewodniczący WZA – wyposażony w przedmiotowe uprawnienie na mocy statutu spółki – uniemożliwiłby danemu akcjonariuszowi oddanie głosu na WZA, polegając na błędnej ocenie stanu faktycznego lub, co gorsza, działając świadomie w interesie innego preferowanego akcjonariusza. Ryzyka polegającego na czynniku ludzkim nie sposób jednak wyeliminować w żadnym przypadku, choć, zważywszy na brak wymogów dotyczących kwalifikacji czy doświadczenia w zakresie prawa rynku finansowego (tak, jak ma to miejsce w odniesieniu np. do arbitrów Sądu Polubownego przy KNF czy Sądu Giełdowego), może ono stanowić argument praktyczny przeciwko omawianej koncepcji. Jednocześnie podkreślić należy, że proponowanego *de lege ferenda* rozwiązania, czyli obligatoryjnego uprawnienia wybranego organu spółki, na gruncie statutu, do stwierdzania, że dany akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu w związku z naruszeniem przepisów prawa pod żadnym pozorem nie należałoby utożsamiać z uprawnieniem tego organu do arbitralnego pozbawienia prawa głosu inkorporowanego w akcji. Wskazywany w treści statutu organ miałby jedynie stwierdzać zaistniały już z mocy ustawy stan prawny. Jakkolwiek ingerencja w prawo głosu – jako prawo podmiotowe akcjonariusza – może mieć bowiem miejsce wyłącznie w przypadkach określonych w ustawie. W przeciwnym razie, tj. uznania, że postanowienie statutu wskazujące organ uprawniony do stwierdzania niemożności wykonywania prawa głosu przez danego akcjonariusza w istocie oznacza kompetencję organu do ograniczenia lub pozbawienia tego akcjonariusza prawa głosu, postanowienie takowe godziłoby w naturę spółki akcyjnej.⁷⁵⁰ Proponowana konstrukcja *de lege ferenda* wymagałaby zatem daleko idącej ostrożności jeżeli chodzi o interpretację zasięgu uprawnień organu wskazanego do stwierdzania zakazu wykonywania prawa głosu akcji na WZA.⁷⁵¹

W celu unormowania analizowanej propozycji *de lege ferenda* na poziomie ustawowym należałoby, rzecz jasna, przeprowadzić stosowne zabiegi legislacyjne. W szczególności, można by wdrożyć odpowiedni przepis do art. 304 k.s.h., zwracając

⁷⁵⁰ Por. J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *op. cit.*, s. 2 i nast.

⁷⁵¹ Z całym przekonaniem przepis taki nie mógłby być interpretowany rozszerzająco, tj. tak, że wybrany organ spółki miałby na jego podstawie prawo „ubezglębiania” akcji w sposób dobrowolny i poza przypadkami ściśle określonymi w ustawie.

jednocześnie uwagę na to, aby nie odwoływał się on wyłącznie do stwierdzenia zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej, ale umożliwiał stwierdzenie „ubezgłóśnienia” akcji na podstawie wszelkich innych przepisów ustawowych stanowiących o analogicznej bądź podobnej sankcji korporacyjnoprawnej.⁷⁵² W ten sposób proponowane rozwiązanie zyskałoby uniwersalne zastosowanie w obrocie prawnym.

⁷⁵² Proponowane unormowanie powinno zostać sformułowane w sposób umożliwiający zastosowanie zawartej w nim dyspozycji do sankcji ingerujących w prawo głosu, o których mowa zarówno w art. 89 ustawy o ofercie publicznej, jak i w art. 6 k.s.h., art. 251 prawa bankowego, art. 94 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 541 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 1061 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Rozdział 6. Konsekwencje oddania głosu na WZA spółki publicznej przez akcjonariusza objętego zakazem z art. 89 ustawy o ofercie publicznej

6.1. Uwagi wstępne

W poprzednim rozdziale rozprawy analizie poddane zostały możliwości (potencjalnie dostępne środki prawne) kontroli i oceny zgodności nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej z regulacjami zawartymi w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej w celu „prewencyjnego” zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji – w razie powzięcia, przed rozpoczęciem WZA lub już po otwarciu jego obrad, wiarygodnych informacji o naruszeniu przedmiotowych regulacji przez danego akcjonariusza. Innymi słowy powyżej omówiono konsekwencje korporacyjnoprawne naruszenia obowiązków nabywców znacznych ilości akcji spółek publicznych w kontekście sposobności ich „wyegzekwowania” *ex ante*, czyli przed rozpoczęciem WZA bądź, ewentualnie w jego trakcie, ale przed rozpoczęciem głosowania nad zaplanowanymi uchwałami – tak, aby *de facto* z góry zapobiec ryzyku oddania (i zaprotokołowania) wątpliwych głosów przez akcjonariusza objętego sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁷⁵³

Z kolei przedmiotem rozważań niniejszego, szóstego, a zarazem ostatniego, rozdziału opracowania jest analiza skutków korporacyjnoprawnych naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek giełdowych w ujęciu *ex post*, czyli w sytuacji kiedy akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia tych obowiązków i, w świetle art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej, bezwzględnie nie powinien wykonywać prawa głosu na WZA spółki publicznej, faktycznie wykonał owo uprawnienie wbrew uruchomionemu *ex lege* zakazowi i, co więcej, oddane przez niego głosy zostały uwzględnione przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA – pomimo regulacji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej. Wyjaśnione zostanie zatem, w szczególności, jakie konsekwencje ma głosowanie wbrew zakazowi nad uchwałą WZA przez akcjonariusza

⁷⁵³ Przeprowadzone na tym tle badania wykazały niestety, że *de lege lata* nie są dostępne żadne instrumenty prawne, które umożliwiałyby efektywne, tj. szybkie i skuteczne, „wyegzekwowanie” sankcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej, zaś jedynym dopuszczalnym w ogóle trybem weryfikacji prawidłowości realizacji obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji i, w razie ujawnienia ich naruszenia, wiążącego stwierdzenia *ex ante* (i na przyszłość) zastosowania sankcji „ubezpieczenia” akcji jest wytoczenie powództwa o ustalenie (nie)istnienia prawa do wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej przez danego akcjonariusza – w trybie art. 189 k.p.c. – które, zważywszy na obiektywną przewlekłość postępowań sądowych, nie stanowi bynajmniej rozwiązania adekwatnego do rzeczywistych potrzeb obrotu prawnego spółek giełdowych, który charakteryzuje się przecież szczególną dynamiką. Zob. szerzej rozdział 5 rozprawy.

dotkniętego sankcją utraty prawa głosu przy biernej postawie pozostałych uczestników WZA i organów spółki w tym zakresie (jako, że nie są oni władni do „egzekwowania” sankcji na podstawie swej dyskrecjonalnej decyzji) dla obliczenia wyniku głosowania, a także dla oceny treści (kierunku), ważności i istnienia uchwały WZA spółki publicznej.

Zdawać by się mogło, że podstawowe znaczenie na tym tle ma przepis art. 89 ust. 3 *in principio* ustawy o ofercie publicznej, który niejako polega na założeniu naruszenia zakazu wykonywania prawa głosu z akcji stanowiąc, że prawa głosu z akcji spółki publicznej wykonanego wbrew zakazowi z ust. 1-2b tego artykułu nie uwzględnia się przy obliczaniu wyniku głosowania nad daną uchwałą WZA. Niestety brzmienie tego przepisu ukazuje niejasne intencje ustawodawcy i powoduje, że jego rola normatywna jest równie podstawowa, co kontrowersyjna. Do chwili obecnej nie wypracowano w doktrynie zgody co do tego jak należy ów przepis interpretować i jakie on powoduje (jeśli jakieś w ogóle) skutki względem uchwały WZA, nad którą zagłosował akcjonariusz objęty sankcją – skoro oddane bezprawnie głosy *expressis verbis* w ogóle nie powinny być brane pod uwagę przy szacowaniu wyniku głosowania nad uchwałą.⁷⁵⁴ Rozbieżność stanowisk dotyczy zresztą nie tylko samych skutków prawnych zastosowania art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej. *Gros* wątpliwości koncentruje się wokół wyboru właściwego środka prawnego (prawo procesowego), z którego należy *de iure* skorzystać, aby te skutki wdrożyć w życie (zniweczyć okoliczności pozostające w sprzeczności z art. 89 ustawy o ofercie publicznej), a tym samym najlepiej ochronić spółkę publiczną i jej akcjonariuszy przed utrzymywaniem się stanu prawnego mającego swe oparcie w wadliwie podejmowanej uchwale WZA. Jako taki środek wymienia się, przede wszystkim, powództwo w trybie art. 425 § 1 k.s.h. o stwierdzenie nieważności uchwały WZA podjętej z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej – jako sprzecznej z tą ustawą.⁷⁵⁵ Powództwo to stanowi jednak dość ograniczony i mało efektywny w praktyce środek przeciwdziałania naruszeniom zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁷⁵⁶ Innym potencjalnym środkiem może być powództwo ustalające z art. 189 k.p.c. wytoczone w celu ustalenia rzeczywistej

⁷⁵⁴ Por. K. Haładyj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 514; M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 35 i nast.; A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 19; M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 542-543; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 501-503; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 207-210; M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 51-52.

⁷⁵⁵ Zob. wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144, w uzasadnieniu którego stwierdzono, iż „uchwała walnego zgromadzenia podjęta z uwzględnieniem głosów z akcji wykonanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ust. 1 lub 2 (...) ustawy o ofercie publicznej (...), podlega zaskarżeniu w drodze powództwa o stwierdzenie nieważności przewidzianego art. 425 § 1 k.s.h.”. Zob. szerzej pkt 6.3.1. tego rozdziału.

⁷⁵⁶ Por. M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 52. Szerzej zob. dalej.

treści (kierunku) uchwały WZA, nad którą bezprawnie głosował akcjonariusz objęty sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁷⁵⁷ Powództwo to cechuje wprawdzie znacznie szersza użyteczność podmiotowa (legitymowany jest każdy, kto wykaże swój interes prawny), jak i czasowa (jego skuteczne wniesienie nie jest ograniczone terminami zawitymi tak, jak ma to miejsce w przypadku powództwa niweczącego uchwałę), jednak jego rezultat może budzić wątpliwości zważywszy na wyraźne wyłączenie zastosowania art. 189 k.p.c. przez art. 425 § 1 zd. 2 k.s.h, a ponadto – jako środek polegający na konieczności przeprowadzenia długotrwałego postępowania sądowego – również nie wydaje się ono efektywne. W kolejnych częściach tego rozdziału obydwie wspomniane środki (tryby) prawne zostaną szczegółowo przeanalizowane, niemniej już w tym miejscu należy wyprzedzić dalsze wywody i stwierdzić, że w obliczu niemałych kontrowersji jurydycznych, które dotyczą każdego z tych instrumentów prawnych, potwierdzona zostanie zasadność głównej tezy badawczej tej pracy, a mianowicie, że regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej zagraża bezpieczeństwu stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz pewności (stabilności) obrotu prawnego dokonywanego przez taką spółkę (w oparciu o skutki prawne wadliwej uchwały WZA, które *de lege lata* trudno zniweczyć).

6.2. Wynik głosowania i treść uchwały WZA spółki publicznej podjętej z udziałem głosów oddanych wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej

6.2.1. Obliczanie wyniku głosowania nad uchwałą WZA. Irrelewantność głosów oddanych z naruszeniem zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej

Uchwały walnych zgromadzeń akcjonariuszy podejmowane są w ramach głosowania.⁷⁵⁸ Jak zostało ustalone we wcześniejszych fragmentach pracy przyjmuje się, że akt głosowania (wykonania prawa głosu z akcji) stanowi oświadczenie woli akcjonariusza odnośnie do proponowanej uchwały WZA.⁷⁵⁹ Głosowanie na WZA polega na tym, że akcjonariusze wypowiadają się „za” proponowaną uchwałą, „przeciw” niej albo „wstrzymują się” od zajęcia stanowiska (art. 4 § 1 pkt 9) k.s.h.). Przepisy prawa nie przewidują innego sposobu ustosunkowania się akcjonariusza do propozycji uchwały WZA niż któryś spośród

⁷⁵⁷ Tak np. K. Haładyj, *Komentarz...*, *op. cit.*, s. 514. W tym kierunku też M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36 oraz A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 20. Zob. szerzej pkt 6.2.2.1. poniżej.

⁷⁵⁸ R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 181 i nast.

⁷⁵⁹ Zob. szerzej rozdział 3 pkt 3.5.1. pracy. Por. także *Ibidem*, s. 182 oraz E. Marszałkowska-Krześ, *op. cit.*, s. 37 lub M. Michalski, *Kontrola...*, *op. cit.*, s. 312-314.

trzech wymienionych. Co za tym idzie, wszystkie prawidłowo oddane głosy „za”, „przeciw” lub „wstrzymujące się” podlegają zsumowaniu, a rezultat obliczeń determinuje wynik głosowania, a także kierunek uchwały (w zależności wymaganej w danym przypadku większości głosów, zgodnie z regulacją ustawową lub statutową).⁷⁶⁰ W związku z tym należy zastanowić się jakie znaczenie (prawne) z punktu widzenia obliczenia wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki publicznej, a zarazem jej kierunku ma przepis art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej.

Artykuł 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej stwierdza, że w przypadku, gdy akcjonariusz objęty zakazem wykonywania prawa głosu z akcji bierze jednak udział w głosowaniu nad uchwałą WZA, głosów przez niego oddanych nie uwzględnia się przy obliczaniu wyniku głosowania. Przewidziane rozwiązanie nie oznacza, że akty głosowania dokonane wbrew zakazowi stanowią jakąś nową kategorię głosów „nieistniejących” na tle art. 4 § 1 pkt 9) k.s.h., natomiast, że „głosów tych się nie rozpoznaje na potrzeby ustalenia wyniku głosowania”.⁷⁶¹ Wydaje się, że zamysł ustawodawcy jest zatem taki, iż głosy oddane z naruszeniem sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej akcji powinny być traktowane jako głosy bezwzględnie nieważne *ab initio*, a więc prawnie irrelewantne w kontekście zarówno obliczania wyniku głosowania, jak i określania kierunku uchwały WZA.⁷⁶² Innymi słowy głosy irrelewantne powinny zostać pominięte przy ustalaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA.⁷⁶³ W przeciwnym razie, tj. braku pominięcia utraconych głosów przy ustalaniu wyniku głosowania a, tym samym, zaprotokołowania określonego kierunku uchwały WZA (uchwała powzięta – uchwała niepowzięta) wzięwszy pod uwagę wadliwe oświadczenie woli (akt głosowania) akcjonariusza dotkniętego sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, zachodzi bowiem poważne niebezpieczeństwo wprowadzenia do obrotu prawnego „fałszywej” czynności prawnej, której skutki wykonania mogą okazać się praktycznie nieodwracalne zarówno dla spółki publicznej, jej organów, akcjonariuszy, jak i całego jej otoczenia

⁷⁶⁰ Co do zasady, w myśl art. 414 k.s.h. uchwały WZA zapadają bezwzględną większością głosów, którą należy rozumieć jako wielkość stanowiącą co najmniej o jeden głos oddany „za” więcej niż suma pozostałych ważnie oddanych głosów „przeciw” lub „wstrzymujących się”. Zob. szerzej A. Kidyba (red.), M. Michalski, *op. cit.*, s. 719.

⁷⁶¹ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 543.

⁷⁶² Podobnie M.S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36. Por. także K. Haładyj, *Komentarz...*, *op. cit.*, s. 514.

⁷⁶³ Nie należy jednak traktować w ten sam sposób akcji, z których głosy objęte są sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Sankcja ta obejmuje bowiem swoim zakresem przedmiotowym wyłącznie uprawnienie korporacyjne w postaci prawa głosu, natomiast nie rozciąga się na inne uprawnienia związane z posiadanymi akcjami, w tym na prawo do uczestnictwa w WZA. Oznacza to, że niezależnie od tego czy akcjonariusz dotknięty sankcją oddaje głosy z akcji wbrew zakazowi, czy też nie, jego akcje uznać trzeba za reprezentowane na WZA (jeśli bierze w nim udział), a tym samym należy je brać pod uwagę na potrzeby ustalania kworum (zgodnie z art. 408 § 1 k.s.h. kworum ustala się na podstawie liczby reprezentowanych na WZA akcji, a nie na podstawie ilości wynikających z tych akcji głosów). Tak też A. Pęczek-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 18.

gospodarczego. W takiej sytuacji kluczowym problemem staje się pilne wykazanie, iż naruszona została dyspozycja art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, a co za tym idzie poddanie kontroli sądowej (*ex post*) prawidłowości ustalenia wyników głosowania, a w związku z tym także treści (kierunku) lub ważności uchwały WZA.

Zdaniem części przedstawicieli doktryny kontrola ta może polegać na ustaleniu „obiektywnej” (rzeczywistej) treści uchwały WZA w trybie art. 189 k.p.c., podczas gdy inna część doktryny, a także stosunkowo ubogie w tej materii orzecznictwo stoi na stanowisku, iż bezpodstawne uwzględnienie wadliwych głosów przy obliczeniu wyników głosowania nad uchwałą WZA stanowi, co do zasady, podstawę do jej zaskarżenia (stwierdzenia jej nieważności) w trybie art. 425 § 1 k.s.h., jako sprzecznej z ustawą (o ile oczywiście uchwała taka została powzięta).⁷⁶⁴ Obie koncepcje, jak również własne przemyślenia na ich temat, zostaną przedstawione w kolejnych częściach rozdziału.

6.2.2. Obiektywna treść uchwały WZA

Prawidłowa interpretacja dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej – w kontekście ustalenia wyniku głosowania oraz treści (kierunku) uchwały WZA – wymaga zwrócenia uwagi na problem tzw. „obiektywnej” treści uchwały WZA. Jak słusznie wskazał M. S. Tofel „Na treść uchwały WZA powinny składać się tylko i wyłącznie głosy ważne. Tym samym, uwzględnienie przy obliczaniu wyniku głosowania głosów z akcji, co do których obowiązuje zakaz wykonywania prawa głosu w myśl art. 89 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, stanowiąc naruszenie przepisów ustawy o ofercie publicznej, jest nieprawidłowe w tym sensie, że treść czynności prawnej nie odpowiada składającym się nań oświadczeniom (...) ustawodawca w art. 89 ustawy o ofercie publicznej idzie o krok dalej i przesądza, iż tylko głosy ważne składają się na treść powziętej uchwały (tzw. „obiektywna treść

⁷⁶⁴ Za koncepcją ustalenia, w trybie art. 189 k.p.c., rzeczywistego kształtu uchwały, tj. z wyłączeniem głosów z akcji, których dotyczy sankcja z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, opowiadają się wyraźnie M. S. Tofel oraz K. Haładyj – zob. odpowiednio M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36 oraz K. Haładyj, *Komentarz...*, *op. cit.*, s. 514. Z kolei przeciwne stanowisko, polegające na koncepcji zaskarżenia uchwały, nad którą głosował akcjonariusz dotknięty badaną sankcją, w trybie art. 425 § 1 k.s.h., zajmują m.in. M. Mataczyński, D. Gago-Rudnicka i S. Jakszuk oraz, w nieco bardziej sceptycznym ujęciu, M. Michalski – zob. odpowiednio M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 623, D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377 oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczuk [et al.], *op. cit.*, s. 543. Należy jednak zauważyć, że uchybienie polegające na oddaniu głosów wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej stanowi podstawę stwierdzenia nieważności uchwały WZA tylko wtedy, gdy mogło mieć wpływ na wynik głosowania. Por. uzasadnienie cytowanego już wyżej wyroku SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144. Szerzej na ten temat zob. dalej.

uchwały”).”⁷⁶⁵ Ciężko nie zgodzić się ze stanowiskiem, że na wynik głosowania nad uchwałą WZA, a tym samym na jej treść składać mogą się tylko i wyłącznie głosy oddane zgodnie z prawem. *A contrario* uwzględnienie w tym zakresie głosów oddanych z naruszeniem dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej traktować należy zatem jako zdarzenie nieprawidłowe, albowiem nie odpowiada ono obiektywnej (rzeczywistej) treści uchwały. W tym kontekście należy rozważyć czy ustalenie tej treści może być dochodzone w drodze powództwa ustalającego, o którym mowa w art. 189 k.p.c.

6.2.2.1. Koncepcja określenia rzeczywistej treści (kierunku) uchwały WZA w drodze powództwa ustalającego w trybie art. 189 Kodeksu postępowania cywilnego

Zdaniem części przedstawicieli doktryny najlepszym i jedynym zasadnym *de lege lata* remedium na naruszenie dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, czyli na uwzględnienie nieważnych głosów z akcji przy obliczaniu wyników głosowania nad uchwałą WZA, jest powództwo w trybie art. 189 k.p.c. mające na celu ustalenie rzeczywistego kierunku tejże uchwały. Za koncepcją taką odpowiedzieli się, trzeba przyznać, że dosyć nowatorsko biorąc pod uwagę, iż miało to miejsce już ponad dekadę temu, M. S. Tofel oraz K. Haładaj.⁷⁶⁶ Obaj autorzy stanęli na podobnym stanowisku, że skoro art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, jako swoisty *lex specialis*, nakazuje traktować głosy oddane wbrew zakazowi z ust. 1-2b tegoż artykułu jako prawnie irrelewantne, toteż nie mogą one wpływać nie tylko na wynik głosowania nad uchwałą WZA, lecz również na jej treść oraz ważność („zarówno bowiem ważność, jak i kierunek uchwały (...) uzależnione są wyłącznie od głosów ważnych. Nie można bowiem uznać, że akty głosowania traktowane przez ustawodawcę jako niebyły prawny stanowią elementy składowe uchwały, decydując o jej treści.”)⁷⁶⁷ Co za tym idzie naruszenie dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej prowadzi „do zniekształcenia treści uchwały, ale bynajmniej nie do jej nieważności”.⁷⁶⁸ W konsekwencji niezbędne okazuje się ustalenie rzeczywistej treści uchwały, które może zostać osiągnięte wyłącznie w drodze powództwa ustalającego prawidłowy stan prawny, zgodnie z art. 189

⁷⁶⁵ M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36, por. także A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Legitymacja...*, *op. cit.*, s. 33.

⁷⁶⁶ Zob. M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36; a także K. Haładaj, *Komentarz...*, *op. cit.*, s. 514-515.

⁷⁶⁷ M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36.

⁷⁶⁸ Zob. K. Haładaj, *Komentarz...*, *op. cit.*, s. 514. W identycznym tonie M. S. Tofel: „okoliczność, iż w głosowaniu nad uchwałą brały udział osoby nieuprawnione, a oddane głosy dotknięte są sankcją bezwzględnej nieważności, nie powoduje sama przez się jej nieważności.” – zob. M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.* s. 37. Por. także M. Dyl (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 272.

k.p.c., zaś „podstawy tego żądania nie można przy tym upatrywać w art. 425 § 1 k.s.h.”.⁷⁶⁹ Powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały WZA (art. 425 § 1 k.s.h.) dedykowane jest bowiem eliminacji uchwały sprzecznej z prawem z obrotu prawnego, a nie realizacji specyficznej dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, która dotyczy kwestii obliczania wyniku głosowania nad uchwałą (nakazuje przy tym obliczaniu pominięcie głosów oddanych wbrew sankcji korporacyjnoprawnej). Dlatego też nie można traktować powództwa z art. 189 k.p.c. o ustalenie rzeczywistego kształtu uchwały, które ma celu potwierdzenie obiektywnej jej treści (stanu prawnego zgodnego z dyspozycją art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej), jako środka konkurencyjnego dla art. 425 § 1 k.s.h., a co za tym idzie objętego *expressis verbis* wyłączeniem, o którym mowa w zd. 2 tego przepisu („Przepisu art. 189 Kodeksu postępowania cywilnego nie stosuje się.”). Co więcej, jak wskazują A. Pęczyk-Tofel i M. S. Tofel, w zależności od okoliczności faktycznych, możliwe jest nawet zastosowanie w jednej sprawie obu środków ochrony, tj. zarówno powództwa ustalającego z art. 189 k.p.c. – w celu ustalenia rzeczywistego kierunku uchwały (umożliwienia rozstrzygnięcia przez sąd, jaki jest wynik głosowania nad uchwałą z pominięciem głosów objętych zakazem z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej), jak i powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały z art. 425 § 1 k.s.h. – w celu późniejszego wyeliminowania z obrotu prawnego zaprotokołowanej przez notariusza uchwały WZA, która polega na wyniku głosowania oszacowanym z uwzględnieniem odebranych głosów z akcji (nie odzwierciedla rzeczywistego rezultatu głosowania).⁷⁷⁰ Nieco głębsza analiza omawianej koncepcji pokazuje więc, że skorzystanie w analizowanej sytuacji z środka prawnego jakim jest powództwo ustalające nie wyklucza możliwości uruchomienia powództwa „niweczącego” i na odwrót, gdyż funkcje jurydyczne obydwu powództw nie wykluczają się nawzajem, ale są odmienne.

Zaprezentowana koncepcja sądowej korekty skutków naruszenia zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej w drodze powództwa z art. 189 k.p.c. o ustalenie rzeczywistej treści uchwały WZA wydaje się niezwykle interesująca, w szczególności, że praktyczny zakres jej zastosowania jawi się znacznie szerszy niż ma to miejsce w przypadku zaskarżenia uchwały w oparciu o art. 425 § 1 k.s.h. Po pierwsze, rozwiązanie polegające na ustaleniu rzeczywistej treści uchwały WZA w oparciu o powództwo ustalające nie podlega ograniczeniom podmiotowym ani czasowym, które przewidują regulacje dotyczące powództwa o stwierdzenie nieważności. Z omawianym powództwem ustalającym mógłby

⁷⁶⁹ M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36. Odmienne Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144.

⁷⁷⁰ Zob. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 20 oraz 24.

zatem wystąpić każdy, kto wykaże swój interes prawny w ustaleniu prawidłowej treści uchwały WZA powziętej z naruszeniem dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, a nie tylko podmioty legitymowane na podstawie art. 425 § 1 k.s.h. w zw. z art. 422 § 2 k.s.h.. Jednocześnie ustalenie rzeczywistej treści uchwały WZA (odzwierciedlającej wynik głosowania oszacowany zgodnie z art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej) nie byłoby ograniczone czasowo terminami zawitymi, o których mowa w art. 425 § 2 k.s.h., co sprzyjałoby pewności obrotu prawnego, gwarantując możliwość wprowadzenia do niego prawidłowej czynności prawnej w każdym czasie – zamiast przyjęcia, w braku sądowego unieważnienia uchwały z racji upływu terminów zawitych, fikcji, iż czynność prawna jest *ad infinitum* ważna tak samo, jak wszystkie składające się na nią oświadczenia woli (akty głosowania).⁷⁷¹ Po drugie, zdaje się, że omawiana koncepcja umożliwiałaby nie tylko kontrolę uchwał powziętych przez WZA w wyniku błędnego uwzględnienia przy obliczaniu wyniku głosowania głosów oddanych wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, ale również weryfikację stanów faktycznych polegających na tym, że uchwała nie została powzięta z tej tylko przyczyny, że bezprawne głosy oddane „przeciw” uchwale przeważały nad prawidłowymi głosami „za” oraz „wstrzymującymi się”, w wyniku czego uchwała nie uzyskała wymaganej większości głosów (tzw. „uchwała negatywna”). Należy w tym miejscu zwrócić uwagę, że konstrukcja „uchwał negatywnych” stanowi przedmiot daleko idącej dyskusji doktryny prawa spółek, choć przeważają w niej stanowiska odrzucające tę konstrukcję bądź traktujące ją z dużą dozą ostrożności.⁷⁷² Abstrahując od analizy koncepcji „uchwał negatywnych”, na którą nie pozwalają ramy tejże rozprawy, trzeba jednak zauważyć, że dopuszczenie możliwości sądowej kontroli stanów faktycznych polegających na tym, iż propozycja uchwały WZA została odrzucona w rezultacie naruszenia przepisów ustawy (np. oszacowania wyniku głosowania w sposób niezgodny z art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej) jest po prostu potrzebne ze względu na bezpieczeństwo obrotu prawnego. Nie

⁷⁷¹ Tak M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 38.

⁷⁷² Krytycznie na temat koncepcji „uchwał negatywnych” zob. np. A. W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny, t. III, Spółka akcyjna*, Warszawa 1993, s. 221-222; A. W. Wiśniewski, „Uchwała negatywna” w spółce kapitałowej, RP 1992, Nr 3, s. 23-28; a także E. Marszałkowska-Krześ, *Pojęcie uchwały negatywnej na tle przepisów Kodeksu handlowego o spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, PPH 1998, Nr 1, s. 30 i nast.; R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 186; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 815-816; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 183; B. Gliniecki, *Zaskarżenie tzw. „uchwał negatywnych” walnego zgromadzenia spółki akcyjnej – glosa do wyroku Sądu Najwyższego z 3 czerwca 2015 r.*, V CSK 592/14, Glosa 2016, Nr 2, s. 26. Z kolei w kierunku przyjęcia koncepcji „uchwał negatywnych” zob. w szczególności M. S. Tofel, „Uchwały negatywne” na gruncie Kodeksu spółek handlowych, Pr. Spółek 2007, Nr 2, s. 18 i nast.; A. Pęcznyk-Tofel, M. S. Tofel, *Celowość zaskarżania uchwał zgromadzeń udziałowców – uwagi na tle problematyki „uchwał negatywnych”*, Pr. Spółek 2009, Nr 9, s. 31 i nast.; a także S. Soltysiński (w:) S. Soltysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 605-607.

można bowiem jednoznacznie stwierdzić, że w każdym przypadku brak przyjęcia danej uchwały WZA („uchwała negatywna”) nie wpływa w żaden sposób na stan prawny.⁷⁷³ Dajmy na to, niepowzięcie przez WZA uchwały w sprawie udzielenia absolutorium członkowi organu spółki („uchwała negatywna”) implikuje skutki prawne tożsame z tymi, jakie wywołałoby przyjęcie uchwały w sprawie nieudzielenia tegoż absolutorium.⁷⁷⁴ Oznacza to, że w zależności od stanu faktycznego może zachodzić potrzeba zbadania czy aby uchwała WZA nie została powzięta ze względu na naruszenie dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, a co za tym idzie, ustalenia jaki jest rzeczywisty kształt istniejącej czynności prawnej (prawidłowy stan prawny). Ponieważ rezultatu tego nie można osiągnąć w trybie powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały (art. 425 § 1 k.s.h.), albowiem obejmuje ono wyłącznie uchwały powzięte (czyli takie, które uzyskały wymaganą większość głosów), dopuszczenie możliwości wytoczenia w tym celu powództwa ustalającego z art. 189 k.p.c. wydawałoby się rozsądnym rozwiązaniem – idącym naprzeciw potrzebom praktyki. W podobnym, przekonującym tonie wypowiada się zresztą na tym tle S. Sołtysiński: „Za połączeniem zaskarżenia uchwały negatywnej ze skargą o ustalenie, że uchwała została powzięta zgodnie z ustawą i statutem przemawia zasada ekonomii procesowej i racje natury słusznościowej. W przeciwnym razie, konieczna może okazać się interwencja ustawodawcy”.⁷⁷⁵ W związku z powyższym, uzupełniając argumentację przemawiającą za koncepcją korygowania skutków korporacyjnoprawnych naruszenia dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej w oparciu o powództwo mające na celu określenie rzeczywistej treści uchwały WZA (odzwierciedlającej pominięcie głosów oddanych wbrew zakazowi przy obliczaniu wyniku głosowania), warto zwrócić uwagę, że podobny mechanizm przewiduje prawo niemieckie. W ramach tzw. skargi o „ustalenie pozytywnej treści uchwały” (niem. *positive Beschlussfeststellungsklage*) dopuszczalne jest bowiem w prawie niemieckim wytoczenie, na podstawie § 256 ustawy z dnia 12 września 1950 r. *Zivilprozessordnung (ZPO)*⁷⁷⁶ – stanowiącego odpowiednik art. 189 k.p.c., powództwa o stwierdzenie, że WZA podjęło uchwałę określonej treści. Mechanizm ten został powszechnie zaakceptowany przez

⁷⁷³ Por. A. Szumański (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 1068.

⁷⁷⁴ Tak M. Romanowski, *Absolutorium w spółce kapitałowej*, PPH 2002, Nr 1, s. 29-30. Jako inny przykład można wskazać „uchwałę negatywną” w sprawie wyrażenia zgody korporacyjnej np. na zawarcie znaczącej umowy przez spółkę. Brak uzyskania większości głosów „za” wymaganej do powzięcia takiej uchwały („uchwała negatywna”) wywołuje w istocie takie same skutki prawne, jakie wywołałoby powzięcie uchwały niewyrażającej zgody korporacyjnej (uchwała pozytywna), a więc z reguły wygaśnięcie umowy. Zob. szerzej S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 606.

⁷⁷⁵ *Ibidem*, s. 607.

⁷⁷⁶ *BGBI. Jahrgang 2005 Teil I*, s. 3202; *Jahrgang 2006 Teil I*, s. 431; *Jahrgang 2007, Teil I*, s. 1781 ze zm.

niemieckie orzecznictwo zważywszy na to, że typowe powództwa zaskarżające uchwały walnych zgromadzeń, czyli powództwo o uchylenie uchwały (niem. *Anfechtungsklage*) oraz powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały (niem. *Nichtigkeitsklage*) mają wyłącznie naturę kasatoryjną i, tym samym, nie dają podstaw do korygowania stanów faktycznych kwalifikowanych jako „uchwały negatywne”, które mogą mieć miejsce np. w razie błędnego obliczenia wyników głosowania nad uchwałą.⁷⁷⁷ Również argumenty prawno-porównawcze przemawiają zatem za możliwością zrealizowania dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej w trybie art. 189 k.p.c.

Reasumując, pragnę stwierdzić, że koncepcji zakładającej, iż uchwały walnych zgromadzeń, nad którymi głosowano wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej i, których wynik obliczono z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew temu zakazowi podlegają sądowej kontroli w drodze powództwa o ustalenie rzeczywistej treści uchwały wytoczonego na podstawie art. 189 k.p.c. przypisać można wiele praktycznych zalet. Nie można zresztą wykluczyć, że jej przeprowadzenie sprawdziłoby się w wielu przypadkach. Niemniej jednak, koncepcję tę traktować trzeba z pewną dozą ostrożności, albowiem w świetle typowo literalnej wykładni przepisów prawa spółek jej zastosowanie może zostać *de lege lata* uznane za działanie mające na celu obejście art. 425 § 1 zd. 2 k.s.h. (*in fraudem legis*).⁷⁷⁸

6.3. Ważność i istnienie uchwały WZA spółki publicznej podjętej z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej

W celu kompleksowego omówienia konsekwencji korporacyjnoprawnych naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych należy w tym miejscu rozstrzygnąć czy wykonanie prawa głosu z akcji pomimo zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a zarazem brak pominięcia głosów oddanych wbrew tej sankcji przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA ma wpływ na ważność bądź istnienie tejże uchwały, a jeżeli tak, to jaki? W poprzednim fragmencie pracy przedstawione zostało bowiem stanowisko, wedle którego naruszenie dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie

⁷⁷⁷ Zob. szerzej A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)*..., *op. cit.*, s. 23 oraz powołaną tam literaturę niemiecką.

⁷⁷⁸ Zdaniem M. Mataczyńskiego przeanalizowanej koncepcji nie można uznać za trafną z tego względu, że uchwała powzięta z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest nieważna (chyba, że po „odliczeniu” tych głosów w dalszym ciągu spełniałaby wymogi w zakresie kworum i większości głosów), albowiem do uchwały takiej ma zastosowanie *per analogiam* art. 6 § 3 k.s.h., co „podkreśla przy tym jedność podstawowych regulacji spółek handlowych i spółek publicznych” – M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 209. Zob. szerzej poniżej.

publicznej nie ma żadnego wpływu na kwestię ważności uchwały WZA, a jedynie powoduje konieczność ustalenia jej rzeczywistego (zgodnego z obiektywnym stanem prawnym) kształtu w trybie art. 189 k.p.c. Tymczasem znaczna część doktryny oraz, stosunkowo uboga w tym zakresie, judykatura podzielają alternatywne stanowisko, które polega na interpretacji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej w ten sposób, iż naruszenie jego dyspozycji, czyli uwzględnienie głosów oddanych przez akcjonariusza objętego *ex lege* zakazem z ust. 1-2b tegoż artykułu przy obliczaniu wyników głosowania nad uchwałą WZA, stanowi, co do zasady, przesłankę nieważności tak powziętej uchwały – jako sprzecznej z ustawą – a tym samym podlega zaskarżeniu w drodze wytaczonego przeciwko spółce (publicznej) powództwa z art. 425 § 1 k.s.h.⁷⁷⁹ Poniżej poddana analizie będzie zatem koncepcja, w świetle której jedynym środkiem ochrony przed ujemnymi skutkami zaprotokołowania uchwały WZA powziętej z udziałem głosów oddanych wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej (i niepominiętych przy obliczaniu wyników głosowania) jest stwierdzenie nieważności tejże uchwały, a tym samym jej eliminacja z obrotu prawnego. W dalszych częściach zasygnalizowany zostanie także problem tzw. „uchwały nieistniejącej”, jako skrajnego przypadku wadliwości obradowania przez WZA, oraz omówione będą *leges speciales* stanowiące *expressis verbis* o nieważności uchwał WZA powziętych z naruszeniem sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji.

6.3.1. Stwierdzenie nieważności uchwały WZA w drodze powództwa z art. 425 § 1 Kodeksu spółek handlowych

6.3.1.1. Uwagi ogólne

Powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały WZA jest jedną z dwóch dostępnych *de lege lata* metod zaskarżania uchwał organu „właścicielskiego” w spółkach akcyjnych (w tym także mających status spółki publicznej).⁷⁸⁰ Pierwszą z nich jest w myśl art. 422 § 1 k.s.h.

⁷⁷⁹ Zob. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 623; a także D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 808 oraz wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144. Na tle art. 156 p.p.o.p.w. por. także G. Domański (w:) L. Sobolewski (red.), A. Chłopecki [et al.], *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 1054; G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane...*, *op. cit.*, s. 10.

⁷⁸⁰ Szczegółowo na temat problematyki zaskarżania wadliwych uchwał walnych zgromadzeń zob. np. S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s.591 i nast.

powództwo o uchylenie uchwały sprzecznej ze statutem lub dobrymi obyczajami, a jednocześnie godzącej w interesy spółki albo uchwały sprzecznej ze statutem, a zarazem mającej na celu pokrzywdzenie akcjonariusza.⁷⁸¹ Z kolei drugą metodę stanowi właśnie powództwo z art. 425 § 1 k.s.h. o stwierdzenie nieważności uchwały sprzecznej z ustawą. Sprzeczność tę należy rozumieć stosunkowo szeroko – jako niezgodność uchwały z obowiązującym prawem zarówno jeżeli chodzi o jej treść, jak i jej formę lub tryb powzięcia.⁷⁸² Jednocześnie trzeba wyraźnie podkreślić, że nie każda sprzeczność uchwały WZA z prawem może stanowić podstawę stwierdzenia jej nieważności. Zarówno w doktrynie, jak i orzecznictwie ugruntował się pogląd, skąd inąd słuszny, że sądowej eliminacji na gruncie art. 425 § 1 k.s.h. podlegają wyłącznie te uchwały, których sprzeczność z ustawą polega na wadliwości mającej lub mogącej mieć wpływ na powzięcie uchwały (na wynik głosowania, a co za tym idzie, na jej kierunek).⁷⁸³ *A contrario*, jeżeli sprzeczność uchwały z ustawą polega np. na udziale w głosowaniu nad uchwałą osób nieuprawnionych do głosowania, ale zarazem oddane przez te osoby głosy faktycznie nie wpłynęły ani na wynik głosowania, ani na treść uchwały (tzn. zarówno wynik, jak i kształt uchwały pozostają bez zmian nawet po „odliczeniu” głosów oddanych wbrew prawu), to niezgodność taka nie stanowi podstawy do stwierdzenia nieważności uchwały na mocy powództwa przewidzianego w art. 425 § 1 k.s.h. Pod pojęciem „ustawy” użytym w art. 425 § 1 k.s.h. należy natomiast rozumieć nie tylko ustawy, lecz wszelkie wskazane w art. 87 Konstytucji RP źródła powszechnie obowiązującego prawa, a nawet zasady współżycia społecznego lub dobre obyczaje, do których nawiązują poszczególne przepisy prawa (np. art. 58 § 2 lub art. 353¹ k.c., art. 3 ustawy z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji⁷⁸⁴, art. 9 i 10 ustawy z dnia 6 marca 2018 r. – Prawo przedsiębiorców⁷⁸⁵).⁷⁸⁶ Szerokie rozumienie

⁷⁸¹ Szerzej w kwestii powództwa o uchylenie uchwały WZA zob. np. R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 207-214 lub A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 764-800.

⁷⁸² Tak też *Ibidem*, s. 806 oraz S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 603; K. Bilewska (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1650. Por. także wyrok SN z dnia 9 września 2010 r., sygn. akt I CSK 530/09, OSNC 2011, Nr 3, poz. 36.

⁷⁸³ Zob. np. J. Szwaja (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 1333; W. Popiołek (w:) J. A. Strzępka (red.), P. Pinior, W. Popiołek, J. A. Strzępka, E. Zielińska, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 1070; K. Bilewska (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1651; E. Marszałkowska-Krześ, *Uchwały...*, *op. cit.*, s. 80; M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 33; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et. al.], *op. cit.*, s. 501; a także następujące orzeczenia Sądu Najwyższego: wyrok SN z dnia 12 grudnia 1973 r., sygn. akt II CR 686/73, OSPiKA 1975, z. 5, poz. 102, wyrok SN z dnia 16 lutego 2005 r., sygn. akt III CK 296/04, OSNC 2006, Nr 2, poz. 31; wyrok SN z dnia 10 marca 2005 r., sygn. akt III CK 477/04, Wokanda 2005, Nr 7-8, s. 15; wyrok SN z dnia 5 lipca 2005 r., sygn. akt II CSK 163/07, OSNC 2006, Nr 9, poz. 104; wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144.

⁷⁸⁴ Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r. poz. 419 ze zm.

⁷⁸⁵ Dz. U. z 2018 r. poz. 646 ze zm.

pojęcia „ustawy” na potrzeby unieważnienia wadliwej uchwały WZA oznacza większy zasięg sądowej kontroli prawidłowości takich uchwał, a tym samym gwarantuje wyższe standardy legalności obrotu prawnego.

Charakter sankcji nieważności będącej przedmiotem regulacji art. 425 § 1 k.s.h., jak i charakter wyroku wydawanego na podstawie tego artykułu będzie przedmiotem analizy w dalszej części pracy, natomiast już w tym miejscu warto zwrócić uwagę na to, iż powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały WZA wytaczane na podstawie tego artykułu polega na nieco bardziej specyficznej (*quasi*-autonomicznej) konstrukcji nieważności niżeli ta „klasyczna”, którą przewiduje art. 58 k.c.⁷⁸⁷ Przejawia się to, w szczególności, w ograniczeniu legitymacji procesowej (zawężeniu kręgu podmiotów uprawnionych do wytoczenia omawianego powództwa), ustanowieniu terminów zawitych do wniesienia powództwa oraz wyraźnym wyłączeniu zastosowania przepisu art. 189 k.p.c.⁷⁸⁸

W świetle art. art. 422 § 2 k.s.h. w związku z art. 425 § 1 *in principio* k.s.h. legitymacja czynna do wniesienia skargi o stwierdzenie nieważności uchwały WZA przysługuje ściśle wymienionym osobom lub organom (zamknięty katalog podmiotowy).⁷⁸⁹ Po pierwsze, legitymowani czynnie na gruncie art. 425 § 1 k.s.h. są członkowie organów spółki działający samodzielnie, jak również organy te działające zbiorczo (zarząd lub rada nadzorcza).⁷⁹⁰ Po drugie, uprawnieni do wniesienia skargi o stwierdzenie nieważności

⁷⁸⁶ Zob. szerzej S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 603; a także Z. Radwański (w:) Z. Radwański (red.), *op. cit.*, t.2, s. 229 oraz J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 10. Nieco odmiennie A. Kidyba, który twierdzi, że „przez pojęcie ustawy należy rozumieć kodeks spółek handlowych, a nie dowolny akt rangi ustawowej. Wyjątkiem są przypadki, w których przepis określonej ustawy zawiera normę *lex specialis* w stosunku do regulacji kodeksu spółek handlowych. Dla przykładu, uchwała WZA podjęta po uwzględnieniu głosów z akcji wykonanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ust. 1 lub 2 ustawy o ofercie publicznej (...) jest nieważna i podlega zaskarżeniu w drodze powództwa przewidzianego w art. 425 § 1 k.s.h.” – A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 807-808. Por. także K. Bilewska, *Sprzecność uchwały walnego zgromadzenia z ustawą jako przesłanka stwierdzenia jej nieważności na podstawie art. 425 k.s.h.*, *Palestra* 2008, Nr 3-4, s. 228 – autorka interpretuje pojęcie „ustawy” zawarte w art. 425 § 1 k.s.h. nieco wężej, albowiem jej zdaniem nie obejmuje ono swoim zakresem aktów prawnych o hierarchicznie niższej randze niżeli ustawy.

⁷⁸⁷ Por. J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 5; S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 604; K. Bilewska (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1652; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 202-203. Szerzej zob. pkt 6.3.1.4.

⁷⁸⁸ Por. W. Popiołek (w:) J. A. Strzępka (red.), P. Piniór, W. Popiołek, J. A. Strzępka, E. Zielińska, *op. cit.*, s. 1071-1072.

⁷⁸⁹ Zob. wyrok SA w Szczecinie z dnia 22 kwietnia 2014 r., sygn. akt I ACa 900/13, SIP LEX nr 1466956.

⁷⁹⁰ Zgodnie z uchwałą siedmiu sędziów SN z dnia 1 marca 2007 r., sygn. akt III CZP 94/06, OSNC 2007, Nr 7-8, poz. 95, której nadana została moc zasady prawnej byłym członkom organu spółki nie przysługuje legitymacja do wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały zgromadzenia sprzecznego z ustawą. Szerzej nt. problematyki legitymacji organów spółki i jej poszczególnych członków (zarówno obecnych, jak i byłych) do zaskarżenia uchwały zgromadzenia spółki kapitałowej zob. np. B. Draniewicz, *Legitymacja do wytoczenia powództwa przeciwko spółce*, *Pr. Spółek* 2005, Nr 5 s. 51; S. Sołtysiński, W. Popiołek, *Legitymacja czynna odwołanych członków władz spółki do zaskarżenia uchwał sprzecznych z ustawą*, *PPH* 2007, Nr 10, s. 51; A. Pęczky-Tofel, M. S. Tofel, *Legitymacja...* *op. cit.*, s. 33-38; Z. Kuniewicz, B. Ziemiński, *Legitymacja czynna*

uchwały WZA są akcjonariusze, którzy byli obecni na zgromadzeniu i głosowali przeciwko danej uchwale, zarazem żądając po jej powzięciu zaprotokołowania swego sprzeciwu (wymóg głosowania nie dotyczy akcjonariuszy akcji niemych). Po trzecie, wytoczyć powództwo niweczące uchwałę WZA mogą również akcjonariusze, którzy nie byli obecni na WZA, ale jedynie wówczas, gdy zostali bezzasadnie niedopuszczeni do udziału w WZA lub, gdy WZA zostało zwołane w sposób wadliwy, lub uchwała została powzięta w sprawie nieobjętej porządkiem obrad. Warto uzupełnić, że chociaż źródłowy w kontekście legitymacji do zaskarżenia uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych przepis art. 422 § 2 k.s.h. nie przyznaje *expressis verbis* uprawnienia likwidatorom czy kuratorom spółki, to krąg osób legitymowanych do wytoczenia analizowanego powództwa powinien być, w oparciu o rezultaty wykładni teleologicznej, rozszerzony o tych funkcjonariuszy, gdyż w danych im okolicznościach wykonują oni *de facto* zadania tożsame z tymi, które na co dzień realizuje zarząd spółki.⁷⁹¹ Ponadto, należy także zasygnalizować – nie wchodząc w szczegóły, których omówienie wykraczałoby poza ramy niniejszej rozprawy – że w doktrynie prawa spółek zgłoszono propozycje, aby katalog podmiotów, którym przysługuje legitymacja czynna do kwestionowania uchwał walnych zgromadzeń, obejmował także: użytkowników bądź zastawników akcji; wierzycieli, którzy wykonują uprawnienia majątkowe dłużnika wynikające z zajętej akcji oraz podejmują inne działania niezbędne do zachowania prawa; zarządców powoływanych przez sąd na mocy art. 910² § 2 k.p.c.⁷⁹²

W przepisie art. 425 § 3 k.s.h. prawodawca określił wyjątkowo krótkie terminy zawite na potrzeby wniesienia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały WZA spółki publicznej. Wynoszą one trzydzieści dni od dnia ogłoszenia uchwały, lecz nie później niż rok od dnia jej powzięcia.⁷⁹³ Praktycznie rzecz biorąc początek biegu terminu należy liczyć od dnia przekazania do publicznej wiadomości stosowanego raportu bieżącego w sprawie powzięcia kwestionowanej uchwały przez WZA spółki publicznej.⁷⁹⁴ Po upływie terminów zawitych wadliwa uchwała nie może zostać skutecznie zaskarżona – chociażby istniały ku temu merytoryczne przesłanki. Sąd oddali powództwo wniesione po terminie, zaś wadliwa

odwołanych członków władz spółki do zaskarżenia uchwał sprzecznych z ustawą, Glosa 2008, Nr 1, s. 47 i nast.; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 791-793 oraz 817-819.

⁷⁹¹ Tak też *Ibidem*, s. 790-791.

⁷⁹² Zob. szerzej A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Legitymacja...* *op. cit.*, s. 31-33 wraz z przywołaną literaturą; a także K. Bilewska, *Tendencje w kształtowaniu się podmiotów uprawnionych do zaskarżania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, PPH 2014, Nr 9, s. 53-54.

⁷⁹³ Zob. K. Bilewska (red.), M. Warzecha, A. Kamińska, M. Sękowska, *op. cit.*, s. 9.

⁷⁹⁴ Zob. R. Czerniawski, *Kodeks...*, *op. cit.*, s. 550-551.

uchwałą będzie ważna *ex tunc*.⁷⁹⁵ Omawiając zagadnienie terminów zawitych zastrzeżonych na potrzeby wniesienia skargi o stwierdzenie nieważności uchwały WZA sprzecznej z ustawą nie sposób pominąć regulacji zawartej w art. 425 § 4 k.s.h. Zgodnie z tym przepisem upływ terminów wskazanych powyżej nie wyłącza bowiem możliwości podniesienia zarzutu nieważności danej uchwały w każdym czasie – zarówno przez podmioty uprawnione do wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności, jak i przez jakiegokolwiek osoby trzecie, o ile są one dotknięte skutkami prawnymi wadliwej uchwały.⁷⁹⁶ Jednocześnie, ze względu na bezpieczeństwo obrotu prawnego, zarzut taki stanowić może jedynie instrument obrony (swoistą „tarczę”), a nie środek ataku („miecz”), zaś jego uwzględnienie wywołuje skutki wyłącznie w ramach postępowania, w toku którego został podniesiony.⁷⁹⁷

Regulacja art. 425 § 1 k.s.h. stanowi szczególny rodzaj powództwa o ustalenie.⁷⁹⁸ Ma ono na celu stwierdzenie nieważności uchwały WZA sprzecznej z ustawą, a tym samym wyrugowanie z obrotu prawnego tejże czynności prawnej – jako nieważnej. Ustawodawca zastrzegł zatem, że w tym celu nie może być wytoczone, przez podmioty legitymowane na podstawie art. 425 § 1 w związku z art. 422 § 2 k.s.h., typowe powództwo o ustalenie przez sąd istnienia lub nieistnienia stosunku prawnego lub prawa na podstawie art. 189 k.p.c. (art. 425 § 1 zd. 2 k.s.h.). Kwestią wątpliwą jest czy podmioty te (lub podmioty inne niż legitymowane wedle art. 425 § 1 w związku z art. 422 § 2 k.s.h.) mogą wytoczyć w stosunku do uchwały WZA powództwo ustalające z art. 189 k.p.c. w innym celu, jeśli, rzecz jasna, wykażą istnienie interesu prawnego. Wydaje się, że odpowiedź na tak postawione pytanie powinna być twierdząca, gdyż w zależności od okoliczności faktycznych, np. kiedy zachodzi potrzeba wykazania, że dana uchwała została w istocie powzięta (pomimo, iż zaprotokołowano co innego w rezultacie błędnego obliczenia wyników głosowania), dopuszczenie możliwości wystąpienia z powództwem ustalającym w celu określenia obiektywnej treści uchwały (stwierdzenia istniejącego stanu prawnego *ex tunc*) byłoby pożytecznym rozwiązaniem dla bezpieczeństwa obrotu prawnego.⁷⁹⁹ Za dopuszczeniem

⁷⁹⁵ Por. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 805. Zob. też K. Bilewska (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1647

⁷⁹⁶ Zob. np. S. Sołtysiński, *Nieważne i wzruszalne uchwały zgromadzeń spółek kapitałowych*, PPH 2006, Nr 1, s.11; K. Bilewska, *Podniesienie zarzutu nieważności uchwały przez współnika w przypadku jej niezaskarżenia*, *Mon. Praw.*2012, Nr 11, s. 611 i nast.; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 824; a także wyrok SN z dnia 28 września 2011 r., sygn. akt I CSK 710/10, OSNC 2012, Nr 9, poz. 53. Odmienne A. Koch, *op. cit.*, s. 9.

⁷⁹⁷ Zob. S. Sołtysiński, *Nieważne...*, *op. cit.*, s. 11; K. Osajda, *Trzyście uwag krytycznych do uchwały składu 7 sędziów Sądu Najwyższego z 18.09.2013 r. (III CZP 13/13)*, PPH 2014, Nr 10, s. 40 i nast.; por. także K. Bilewska (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1651.

⁷⁹⁸ Tak A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 806.

⁷⁹⁹ Por. pkt 6.2.2.1. powyżej.

możliwości wystąpienia z powództwem ustalającym w tego rodzaju sytuacjach przemawia zresztą fakt, że w przeciwnym wypadku uchwały, które w rezultacie naruszenia przepisów prawa nie uzyskały wymaganej większości głosów (tzw. uchwały „negatywne”) pozostawałyby *ad infinitum* pozbawione wszelkiej ochrony prawnej, gdyż koncepcję zaskarżenia tego rodzaju uchwał w oparciu o powództwo z art. 425 § 1 k.s.h. należy kategorycznie odrzucić. Stwierdzenie nieważności uchwały WZA w trybie przedmiotowego przepisu dotyczyć może bowiem wyłącznie uchwał formalnie powziętych (zaprotokołowanych jako przyjęte), nawet jeśli są one dotknięte jakimiś usterkami.⁸⁰⁰ Zresztą zastosowanie konstrukcji powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały WZA do uchwały negatywnej pozbawione byłoby jakiegokolwiek sensu praktycznego, skoro uwzględnienie takiego powództwa nie powodowałoby zmiany stanu prawnego (nawet jeśli stwierdzona zostałaby nieważność uchwały negatywnej, to *de iure* nie byłoby to równoznaczne z wprowadzeniem do obrotu prawnego „zastępczej” uchwały pozytywnej o zwierciadlanej treści). Słusznie zatem podsumowuje owo zagadnienie A. Kidyba stwierdzając, że niezależnie „od tego, czy uznamy, że uchwałę negatywną można zaskarżyć czy nie, trzeba mieć pełną świadomość tego, że jej zaskarżalność nie rozwiąże problemu – nawet jeśli ją unieważnimy to i tak, mówiąc kolokwialnie „koło się zamyka” – nadal nie ma uchwały (...) i problem jest nierozwiązany.”⁸⁰¹

W ramach uwag ogólnych na temat stwierdzenia nieważności uchwały sprzecznej z ustawą w oparciu o powództwo z art. 425 § 1 k.s.h., wspomnieć na koniec wypada, że owo powództwo nie jest *de lege lata* jedynym sposobem sądowej kontroli legalności tego rodzaju uchwały. Mianowicie, w myśl art. 23 ust. 1 ustawy o KRS sąd rejestrowy ma prawo badać czy dołączone do wniosku dokumenty są zgodne pod względem formy i treści z przepisami prawa. Pomimo wątpliwości interpretacyjnych jakie budzi brzmienie tego przepisu, przyjmuje się jednakowoż, że w ramach kognicji jaka z niego wynika sąd rejestrowy może dokonywać oceny zgodności z prawem m.in. uchwały WZA, a co za tym idzie odmówić jej rejestracji oraz wynikających z niej skutków prawnych (jeżeli oczywiście stwierdzi jej wadliwość).⁸⁰²

⁸⁰⁰ Por. *Ibidem*, s. 815-816.

⁸⁰¹ *Ibidem*, s. 815. W podobnym tonie M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 183.

⁸⁰² Zob. np. E. Marszałkowska-Krześ, *Ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym. Komentarz*, Warszawa 2001, s. 37; M. Tarska, *Ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 251; Ł. Zamojski, *Rejestracja spółek. Zagadnienia materialne i procesowe*, Warszawa 2008, s. 170; Ł. Zamojski, *Ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 162; E. Norek, *Krajowy rejestr sądowy i postępowanie rejestrowe*, Warszawa 2001, s. 106; R. Wrzecieć, *Kontrola sądu rejestrowego nad czynnościami notarialnymi w spółkach kapitałowych*, PPH 2007, Nr 2, s. 30; S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 604; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 817; K. Tapek, *Zakres kognicji sądu rejestrowego w stosunku do uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych; sposób reprezentacji spółki przez*

Osobiście stoję natomiast na stanowisku, że kompetencje sądu rejestrowego w tym zakresie są ograniczone do potrzeb toczącego się postępowania rejestrowego a, co za tym idzie, nie umożliwiają mu eliminacji uchwały WZA z obrotu prawnego w taki sposób, w jaki może to uczynić sąd gospodarczy w drodze prawomocnego wyroku wydanego na podstawie art. 425 § 1 k.s.h.⁸⁰³

W kontekście tak ukształtowanych ram jurydycznych powództwa z art. 425 § 1 k.s.h. o stwierdzenie nieważności uchwały WZA poniżej przeanalizowane zostaną dwa stany faktyczne, które mogą zaistnieć w związku z oddaniem głosów z akcji spółki publicznej wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a zarazem – sprzecznym z dyspozycją ust. 3 tego artykułu – uwzględnieniem tychże głosów przy obliczaniu wyniku głosowania nad daną uchwałą. Pierwszy z nich polega na sytuacji, w której głosowanie przez akcjonariusza objętego sankcją korporacyjnoprawną nie miało wpływu na wynik głosowania, a zarazem na treść powziętej uchwały. Drugi z kolei polega na sytuacji odwrotnej, czyli wpływie głosów oddanych wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej na wynik głosowania i treść uchwały WZA.

6.3.1.2. Oddanie głosu wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, które nie miało wpływu na wynik głosowania i treść uchwały

Jak zostało już ustalone wykonanie prawa głosu z akcji przez akcjonariusza pozbawionego tego prawa w konsekwencji naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji stanowi naruszenie zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Również uwzględnienie głosów oddanych przez tego akcjonariusza przy szacowaniu wyników głosowania nad uchwałą WZA stanowi działanie sprzeczne z prawem, a konkretnie rzecz biorąc naruszenie dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej. W tym miejscu należy zatem udzielić odpowiedzi na pytanie czy takowe naruszenia regulacji rangi ustawowej stanowią przesłankę nieważności uchwały WZA (jako sprzecznej z ustawą) w sytuacji, kiedy

*jednoosobowy zarząd – glosa do postanowienia Sądu Najwyższego z 24.07.2013, sygn.: III CNP 1/13, Glosa 2015, Nr 1, s. 48; a także postanowienie SN z dnia 2 października 2008 r., sygn. akt II CSK 186/08, SIP LEX nr 470013; postanowienie SN z dnia 24 lipca 2013 r., sygn. akt III CNP 1/13, OSNC 2014, Nr 4, poz. 43 oraz uchwałę SN z dnia 20 stycznia 2010 r., sygn. akt III CZP 122/09, OSNC 2010, Nr 7-8, poz. 107. Odmienne A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Sądowa kontrola uchwał zgromadzeń w spółkach kapitałowych w postępowaniu rejestrowym*, PPH 2010, Nr 2, s. 31 i nast.; a także A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Kognicja sądu rejestrowego w zakresie kontroli uchwał zgromadzenia wspólników albo walnego zgromadzenia*, Pr. Spółek 2010, Nr 6, s. 7-8.*

⁸⁰³ Zgodnie z art. 427 § 4 w zw. z § 1 k.s.h. prawomocny wyrok stwierdzający nieważność uchwały WZA ma moc obowiązującą *ex tunc* zarówno w stosunkach między spółką a jej akcjonariuszami, jak i między spółką a członkami jej organów.

nie zaważyły jednak w żaden sposób na wyniku głosowania ani kierunku przyjętej uchwały? Innymi słowy, rozstrzygnąć trzeba czy skutkiem głosowania na WZA przez akcjonariusza pozbawionego prawa głosu z akcji na podstawie art. 89 ustawy o ofercie publicznej – w sytuacji, gdy bezprawne wykonane przez niego prawo głosu nie miało wpływu na wynik głosowania ani na treść powziętej uchwały – jest nieważność tejże uchwały, czy alternatywnie ku stwierdzeniu tej nieważności nie ma podstaw?

Poszukując właściwej odpowiedzi na postawione wyżej pytanie, w pierwszej kolejności warto odwołać się do utrwalonego orzecznictwa Sądu Najwyższego, którego przedmiot koresponduje z analizowanym zagadnieniem. Otóż, w myśl aktualnej po dzień dzisiejszy tezy jaką Sąd Najwyższy sformułował w wyroku z dnia 12 grudnia 1973 r. „okoliczność, że w głosowaniu nad wnioskiem co do powzięcia przez walne zgromadzenie uchwały (...) brały udział osoby nieuprawnione, sama przez się nie powoduje jej nieważności. Uchybienie to może jednak stanowić podstawę uchylenia uchwały, jeżeli mogło ono mieć wpływ na wynik głosowania.”⁸⁰⁴ Wprawdzie przywołane rozstrzygnięcie opierało się na stanie faktycznym dotyczącym wadliwego trybu podjęcia uchwały walnego zgromadzenia spółdzielni, a nie spółki akcyjnej, to jednak nie powinna ulegać kwestii możliwość pomocniczego powołania się na nie również w kontekście oceny skuteczności wadliwie powziętej uchwały WZA spółki akcyjnej. Taki kierunek rozumowania potwierdza *notabene* szereg późniejszych orzeczeń Sądu Najwyższego, które dotyczą uchwał walnych zgromadzeń spółek akcyjnych. Dla przykładu wskazać można chociażby na: wyrok SN z dnia 8 grudnia 1998 r., w którym stwierdzono, że „nie każde naruszenie prawa (...) powoduje unieważnienie uchwały (...). Byłoby to uzasadnione gdyby naruszenie (...) miało wpływ na treść uchwały, a taki zarzut nie został sformułowany.”⁸⁰⁵; wyrok SN z dnia 16 lutego 2005 r., wedle którego „skuteczną podstawą żądania stwierdzenia nieważności uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy mogą być tylko takie uchybienia formalne, które wywarły wpływ na jej treść”⁸⁰⁶; wyrok SN z dnia 10 marca 2005 r., zgodnie z którym „podstawą żądania stwierdzenia nieważności uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy mogą być tylko takie uchybienia formalne, które wywarły wpływ na treść uchwał.”⁸⁰⁷; wyrok SN z dnia 10 stycznia 2007 r., w myśl którego „Podstawą żądania uchylenia uchwały walnego zgromadzenia (zebrania przedstawicieli) mogą być zarówno zarzuty merytoryczne, jak i formalne, te ostatnie jednak o tyle, o ile wadliwość miała lub mogła mieć wpływ na treść

⁸⁰⁴ Sygn. akt II CR 686/73, OSPiKA 1975, z. 5, poz. 102.

⁸⁰⁵ Sygn. akt I CKN 243/98, OSNC 1999, Nr 6, poz. 116.

⁸⁰⁶ Sygn. akt III CK 296/04, OSNC 2006, Nr 2, poz. 31.

⁸⁰⁷ Sygn. akt III CK 477/04, Wokanda 2005, Nr 7-8, s. 15.

uchwały.”⁸⁰⁸; wyrok SN z dnia 5 lipca 2007 r., w którym ów Sąd orzekł, że „Artykuł 425 § 1 k.s.h. stosuje się także do uchwał podjętych z naruszeniem ustawowych wymagań proceduralnych, jeżeli naruszenie to mogło mieć istotny wpływ na treść uchwał.” oraz, że „Zgodnie z (...) wykładnią art. 425 § 1 k.s.h., jego hipotezą są objęte także naruszenia przepisów ustawowych określających sposób (procedurę) podejmowania uchwał, o tyle jednak tylko, o ile miały one wpływ na treść podjętej uchwały.”⁸⁰⁹; a także wielokrotnie już przywoływany na łamach niniejszego opracowania wyrok Sądu SN z dnia 17 października 2007 r., w którym Sąd ów powołał się wprost na swoje archiwalne orzeczenie z 1973 r., potwierdzając, iż „Okoliczność, że w głosowaniu nad uchwałą brały udział osoby nieuprawnione, nie powodowała jednak jej nieważności, a uchybienie to stanowiło podstawę stwierdzenia nieważności uchwały tylko wtedy, gdy mogło mieć wpływ na wynik głosowania.”⁸¹⁰. Ponadto, zauważyć należy, że stanowisko judykatury, któremu wyraz dają cytowane wyżej rozstrzygnięcia Sądu Najwyższego, podziela znamienita większość doktryny prawa spółek.⁸¹¹ Trend ten dostrzec można np. w wyjątkowo klarownej wypowiedzi K. Bilewskiej, która podkreśla, że „Prawnie relewantna (z punktu widzenia stwierdzenia nieważności na podstawie art. 425 § 1 k.s.h. – przyp. R.F.S.) jest nie każda sprzeczność, lecz tylko ta, której wystąpienie mogło mieć lub miało wpływ na powzięcie uchwały” oraz, że „Uchybienia formalne mogą być podstawą do kwestionowania prawidłowości uchwały, tylko o ile miały one wpływ na jej powzięcie i treść.”⁸¹²

Po drugie, dokonując analizy przedstawionej sytuacji przez pryzmat regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej w związku z art. 425 § 1 k.s.h., sięgnąć warto także do instrumentów wykładni systemowej, a co za tym idzie odwołać się do unormowania art. 6 § 3 k.s.h., zgodnie z którym uchwała WZA spółki zależnej powzięta z naruszeniem zakazu wykonywania prawa głosu z akcji przez spółkę dominującą jest nieważna, chyba, że spełnia wymogi kworum oraz większości głosów bez uwzględnienia głosów nieważnych (oddanych wbrew zakazowi). Przepis ten należy interpretować w ten sposób, że jeśli po odjęciu głosów oddanych wbrew zakazowi (głosów nieważnych) od pozostałych prawidłowo oddanych

⁸⁰⁸ Sygn. akt I CSK 335/06, SIP LEX nr 1480559;

⁸⁰⁹ Sygn. akt II CSK 163/07, OSNC 2008, Nr 9, poz. 104.

⁸¹⁰ Sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144.

⁸¹¹ Zob. np. R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 217; J. Szwaja (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 1333; A. Zbiegień, *Glosa do wyroku Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2005 r. (sygn. akt: III CK 296/04)*, *Prz. Sąd.* 2007, Nr 11-12, s. 205-208; W. Popiołek (w:) J. A. Strzępka (red.), P. Piniór, W. Popiołek, J. A. Strzępka, E. Zielińska, *op. cit.*, s. 1070; D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377. Por. też M. Allerhand, *Kodeks handlowy: komentarz*, Lwów 1935, s. 379.

⁸¹² K. Bilewska (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1651.

głosów zarówno kworum, jak i większość głosów „za” prowadzą wciąż do pozytywnego wyniku głosowania nad propozycją uchwały WZA, to powzięta uchwała pozostaje w dalszym ciągu ważna (nie ma podstaw do stwierdzenia jej nieważności). Wprawdzie przytoczony przepis Kodeksu spółek handlowych obejmuje zakresem swego zastosowania wyłącznie przypadki polegające na oddaniu głosów przez akcjonariusza będącego spółką dominującą w ramach głosowania nad uchwałą WZA spółki zależnej – wbrew zakazowi wynikającemu z braku dokonania zawiadomienia spółki zależnej o powstaniu stosunki dominacji – a tym samym nie ma wprost zastosowania do przypadków naruszeń art. 89 ustawy o ofercie publicznej, to jednak postulat systemowej wykładni regulacji prawa spółek i prawa rynku kapitałowego przemawia za tym, aby art. 6 § 3 k.s.h. stosować *per analogiam* również względem uchwał walnych zgromadzeń spółek giełdowych, w głosowaniu nad którymi brali udział akcjonariusze dotknięci sankcją pozbawiającą prawa głosu z akcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁸¹³

W związku z powyższym należy przyjąć, iż w sytuacji analizowanej w niniejszym punkcie rozprawy, czyli w przypadku, gdy oddanie głosów wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej oraz ich uwzględnienie przy obliczaniu wyniku głosowania (zaprotokołowanie) nie miało faktycznie wpływu na wynik głosowania ani na treść powziętej uchwały WZA, nie zachodzą podstawy do stwierdzenia jej nieważności. Uchwała taka, pomimo usterek jakie dotknęły tryb jej podejmowania (głosowanie przez akcjonariusza pozbawionego prawa głosu z akcji oraz obliczenie wyniku głosowania z naruszeniem dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej), jest ważna i wywołuje skutki prawne *ex tunc*.

6.3.1.3. Oddanie głosu wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, które miało wpływ na wynik głosowania i treść uchwały

Ponieważ uchwała WZA spółki publicznej powzięta z uwzględnieniem głosów oddanych przez akcjonariusza objętego sankcją korporacyjnoprawną w postaci utraty prawa głosu z akcji pozostaje ważna w sytuacji, gdy nieprawidłowość taka nie miała wpływu na jej wynik ani treść, to *a contrario* przyjąć można, że uchwała taka jest nieważna w odwrotnej sytuacji, czyli wtedy, kiedy naruszenie dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej miało wpływ na wynik głosowania i, co za tym idzie, na kierunek wnioskowanej uchwały.⁸¹⁴

⁸¹³ Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 183.

⁸¹⁴ Odmienne M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 35-36.

Innymi słowy, tylko wtedy można rozważać czy zachodzą podstawy stwierdzenia nieważności uchwały WZA, kiedy w głosowaniu nad nią brał udział akcjonariusz dotknięty sankcją z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej a oddane przez niego bezprawnie głosy nie zostały pominięte przy obliczaniu wyniku głosowania i jednocześnie głosy te zaważyły na pozytywnym wyniku głosowania i tym samym na kierunku wnioskowanej uchwały (dana uchwała uzyskała wymaganą większość tylko dlatego, że owe wadliwe głosy wzięto pod uwagę przy obliczeniach, natomiast nie zostałaby ona powzięta, gdyby je pominięto zgodnie z dyspozycją art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej). Za takim rozumowaniem przemawiają wszystkie argumenty przytoczone w poprzednim punkcie tego rozdziału, których skąd inąd nie ma sensu powtarzać w tym miejscu wyłącznie w celu przeprowadzenia ich odwrotnej interpretacji. Przywołać warto jedynie cytowane już nieraz w tej pracy orzeczenie SN z dnia 17 października 2007 r., które jasno wskazuje, iż „uchwała walnego zgromadzenia podjęta z uwzględnieniem głosów z akcji wykonanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ust. 1 lub 2 ustawy (...) o ofercie publicznej (...) podlega zaskarżeniu w drodze powództwa o stwierdzenie nieważności przewidzianego w art. 425 § 1 k.s.h.” oraz, iż „Okoliczność, że w głosowaniu nad uchwałą brały udział osoby nieuprawnione, nie powodowała jednak jej nieważności, a uchybienie to stanowiło podstawę stwierdzenia nieważności uchwały tylko wtedy, gdy mogło mieć wpływ na wynik głosowania”.⁸¹⁵ W orzeczeniu tym Sąd Najwyższy potwierdził *notabene*, że „Uchwała taka (podjęta z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej – przyp. R.F.S.) podlega również zaskarżeniu w drodze powództwa o stwierdzenie nieważności przewidzianego w art. 425 § 1 k.s.h., niedopuszczalne jest zatem stwierdzenie jej nieważności na podstawie art. 189 k.p.c.”.

Za nieważnością uchwały WZA jako skutkiem jej przyjęcia w oparciu o utracone głosy (oddane wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej), których uwzględnienie miało wpływ na wynik głosowania i, co za tym idzie, na treść uchwały, opowiadają się również poszczególni przedstawiciele doktryny.⁸¹⁶ Rzec można, że „orędownikiem” takiego stanowiska jest M. Mataczyński, który podkreśla, że „Podstawowym środkiem ochrony akcjonariuszy pokrzywdzonych brakiem dopełnienia swojego obowiązku przez nabywcę

⁸¹⁵ Sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144.

⁸¹⁶ Zob. np. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 623; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 207-208; M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 52; D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377; M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczak [et al.], *op. cit.*, s. 543; B. Binek, P. Heciak, M. Stępniewski, D. Waltz-Komierowska, *op. cit.*, s. 85; odmiennie K. Haładaj, *Ustawa...*, *op. cit.*, s. 514 oraz A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)...*, *op. cit.*, s. 10 i nast.

znacznego pakietu akcji, jest powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia ze względu na jej sprzeczność z ustawą.”, przy czym „Uchybienie to stanowi podstawę stwierdzenia nieważności uchwały tylko wtedy, gdy mogło ono mieć wpływ na wynik głosowania”.⁸¹⁷ Autor ten odrzuca równocześnie *a limine* koncepcję polegającą na zastosowaniu do uchwały głosowanej z naruszeniem zakazu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej powództwa z art. 189 k.p.c. w celu ustalenia rzeczywistej jej treści.⁸¹⁸ Pomimo to, na łamach ostatnich swoich publikacji cytowany autor odnotowuje wady praktyczne stanowiska, z jednej strony, nakazującego stosowanie wyłącznie skargi o stwierdzenie nieważności uchwały WZA (art. 425 § 1 k.s.h.) w procesie korygowania naruszeń art. 89 ustawy o ofercie publicznej mających wpływ na wynik głosowania i treść uchwały oraz, z drugiej strony, kategorycznie odrzucającego możliwość określenia „obiektywnej treści uchwały” na podstawie art. 189 k.p.c.⁸¹⁹ Przede wszystkim bowiem omawiane stanowisko uniemożliwia „pozytywne kształtowanie treści uchwał walnych zgromadzeń w przypadku niepodjęcia uchwały z uwagi na przewagę nieważnych głosów «przeciw»”.⁸²⁰ Możliwość taka, o czym była już mowa powyżej, istniałaby natomiast, jeśliby uznać dopuszczalność powództwa wytoczonego na podstawie art. 189 k.p.c. o ustalenie rzeczywistej treści uchwały WZA – niepowziętej z tej tylko przyczyny, iż wbrew przepisowi art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej bezprawnie oddane głosy „przeciw” zostały wzięte pod uwagę przy obliczaniu wyniku głosowania. Co więcej, analizowanemu stanowisku zarzucić należy brak uniwersalnego charakteru, albowiem – abstrahując już od tego, że powództwo o stwierdzenie nieważności może być wszczęte wyłącznie w stosunku do uchwały powziętej (takiej, której propozycja uzyskała wymaganą większość głosów), a tym samym pozostawia ono pozbawione kontroli legalności sytuacje, w których uchwały nie uzyskały wymaganej większości głosów (tzw. „uchwały negatywne”) – eliminacja powziętej uchwały WZA z obrotu prawnego w trybie art. 425 § 1 k.s.h. nie gwarantuje, i tak, iż kolejna podobna uchwała nie zostanie podjęta (również w wadliwy sposób) w przyszłości. Uniwersalnym remedium na tego rodzaju ryzyko byłoby np. przeanalizowane w poprzednim rozdziale rozprawy, wytaczane „prewencyjnie”, powództwo z art. 189 k.p.c. o ustalenie (nie)istnienia prawa do wykonywania prawa głosu z akcji przez nabywcę znacznego pakietu akcji podejrzanego o

⁸¹⁷ Zob. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński (et al.), *op. cit.*, s. 623-624 oraz M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 501.

⁸¹⁸ Zdaniem M. Mataczyńskiego koncepcja zakładająca możliwość ustalenia rzeczywistej treści uchwały w trybie art. 189 k.p.c. „pozostaje jednak w sprzeczności z treścią art. 425 zd. 2 k.s.h.” – zob. *Ibidem*. Koncepcję tę opisałem w pkt 6.2.2.1. powyżej.

⁸¹⁹ Zob. np. *Ibidem*, s. 502; a także M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 52.

⁸²⁰ *Ibidem*.

naruszenie obowiązków notyfikacyjnych lub związanych z ogłoszeniem wezwania na akcje – jako środek skuteczny *pro futuro*, na potrzeby praktycznej realizacji dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej w odniesieniu do wszelkich uchwał będących przedmiotem głosowań podczas przyszłych walnych zgromadzeń akcjonariuszy spółki publicznej.⁸²¹ Z kolei biorąc pod uwagę fakt, iż postępowania przed sądami gospodarczymi o stwierdzenie nieważności uchwały WZA trwają obiektywnie długo, a zarazem charakter prawomocnego wyroku wydawanego w takich sprawach budzi po dziś dzień daleko idące wątpliwości⁸²², ograniczenie możliwości weryfikacji legalności uchwały WZA, której treść została zdeterminowana wadliwymi głosami akcjonariusza pozbawionego prawa głosu jedynie do omawianego instrumentu prawnego (art. 425 § 1 k.s.h.) zdaje się nazbyt wąskim rozwiązaniem, które nie zabezpiecza interesów ekonomicznych spółki publicznej ani jej akcjonariuszy we wszystkich stanach faktycznych, jakie mogą prawdopodobnie zaistnieć na tle regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej.⁸²³

6.3.1.4. Charakter prawny sankcji i wyroku na tle art. 425 § 1 Kodeksu spółek handlowych

Dokonując analizy koncepcji zakładającej, że podstawowym skutkiem oddania głosów z akcji na WZA spółki publicznej przez akcjonariusza objętego sankcją korporacyjnoprawną z art. 89 ustawy o ofercie publicznej w przypadku, gdy miało ono wpływ na wynik głosowania i treść uchwały WZA, jest nieważność powziętej w ten sposób uchwały (która podlega stwierdzeniu na podstawie art. 425 § 1 k.s.h.), szczególną uwagę poświęcić jeszcze należy niezwykle istotnemu w tym kontekście zagadnieniu, a mianowicie zdefiniowaniu natury jurystycznej tejże nieważności, a w związku z tym także określeniu charakteru prawnego wyroku sądu orzekającego w sprawie jej stwierdzenia. Rozstrzygnięcie tego problemu ma wyjątkowo doniosłe znaczenie dla oceny analizowanej w tym miejscu pracy koncepcji, gdyż determinuje *de facto* skutki prawne wadliwie powziętej uchwały, które kształtują się odmiennie w zależności od tego czy uznamy, że sankcja nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. polega na klasycznej konstrukcji bezwzględnej nieważności (art. 58 § 1 k.c.), jaka zachodzi *ex lege* i *ab initio*, a tym samym wyrok sądu wydany na tle tego przepisu ma moc jedynie

⁸²¹ Zob. szerzej rozdział 5 pkt 5.3.5.2. tejże rozprawy.

⁸²² Zob. w szczególności S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 591-597 wraz z powołaną tam literaturą i orzecnictwem. Szerzej nt. charakteru prawnego wyroku na tle art. 425 § 1 k.s.h. zob. pkt 6.3.1.4. poniżej.

⁸²³ W tym kontekście zdaniem M. Mataczyńskiego „omawiany środek ochrony należy ocenić jako nieefektywny” – zob. M. Mataczyński, *Możliwość...*, *op. cit.*, s. 52.

deklaratoryjną, czy, alternatywnie, że sankcja nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. stanowi autonomiczną postać nieważności *sui generis* (zbliżonej do względnej nieważności), do której nie ma zastosowania tradycyjna formuła nieważności czynności prawnej z art. 58 § 1 k.c., a jednocześnie prawomocny wyrok sądu stwierdzający tę nieważność ma charakter konstytutywny (dopóty, dopóki wyrok taki nie zapadnie w trybie art. 425 § 1 k.s.h. skutki prawne podważanej uchwały WZA powinny być respektowane).⁸²⁴ Kontrowersje na tym tle stanowią *notabene* przedmiot jednej z najbardziej ożywionych dyskusji w literaturze poświęconej spółkom prawa handlowego.⁸²⁵ Nie może to jednak dziwić, albowiem kwalifikacja charakteru prawnego sankcji nieważności z art. 425 § 1 k.s.h., jak i wyroku sądowego wydawanego na mocy tego przepisu ma rudymen tarne znaczenie dla stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce akcyjnej, jak również dla pewności obrotu prawnego, w którym spółka taka uczestniczy. Co za tym idzie w ramach badań naukowych będących przedmiotem kolejnych części dysertacji przedstawione zostaną dwie rozbieżne grupy poglądów wyrażonych zarówno w doktrynie, jak i w orzecznictwie – na tle charakteru sankcji nieważności, jaką dotknięta jest uchwała naruszająca prawo (sprzeczna z ustawą) oraz funkcji wyroku stwierdzającego tę nieważność.

6.3.1.4.1. Doktryna i orzecznictwo Sądu Najwyższego

a. sankcja bezwzględnej nieważności – wyrok deklaratoryjny

Problem kwalifikacji sankcji nieważności uchwały WZA (zgromadzenia wspólników) sprzecznej z prawem stanowił przedmiot rozważań literatury i orzecznictwa już na gruncie

⁸²⁴ W doktrynie prawa cywilnego tradycyjnie wyróżnia się cztery typy sankcji, które dotyczą wadliwych czynności prawnych. Poza najostrejszą sankcją w postaci bezwzględnej nieważności oraz sankcją względnej nieważności (wzruszalności), występuje również sankcja bezskuteczności zawieszona oraz sankcja bezskuteczności względnej. Szerzej zob. np. K. Radzikowski, *Skutki wadliwości czynności cywilnoprawnych w świetle ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych*, RPEiS 2008, z. 1, s. 135-137; A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *op. cit.*, s. 415 i nast.

⁸²⁵ Zob. np. K. Pietrzykowski, *Bezwzględnie nieważne uchwały walnego zgromadzenia spółdzielni (de lege lata i de lege ferenda)* (w:) Z. Banaszczyk (red.), *Prace z prawa prywatnego. Księga pamiątkowa ku czci Sędziego Janusza Pietrzykowskiego*, Warszawa 2000, s. 212-215; S. Sołtysiński, *Nieważne...*, *op. cit.*, s. 4 i nast.; a także S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 591 i nast. wraz z przywołaną tam literaturą; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 809 i nast.; S. Sołtysiński, W. Popiołek, *op. cit.*, s. 51 i nast.; J. Modrzejewski, C. Wiśniewski (w:) J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *op. cit.*, s. 320; A. Koch, *op. cit.*, s. 4 i nast.; J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 5 i nast.; J. Matraszek, *Wyrok stwierdzający nieważność uchwały spółki kapitałowej*, PiP 2015, z. 5, s. 71 i nast.; P. Ochmann, *Charakter sankcji nieważności wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, PPH 2018, Nr 10, s. 52 i nast. Por. także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 185 i nast.

Kodeksu handlowego⁸²⁶, który regulował zresztą tylko jeden tryb zaskarżenia uchwały – w postaci powództwa o jej unieważnienie – niezależnie od tego czy uchwała była powzięta wbrew umowie (statutowi) spółki, czy wbrew przepisom prawa.⁸²⁷ Pomimo tego, iż przepisy k.h. poświęcone temu powództwu nie stanowiły wyraźnie o charakterze prawnym sankcji nieważności, to w doktrynie formułowano pogląd, iż sprzeczność uchwały z kognitywnymi przepisami prawa skutkowałą *ex lege* jej bezwzględną nieważnością.⁸²⁸ Wraz z wejściem w życie Kodeksu spółek handlowych pogląd ten ewoluował, czemu z kolei asumpt dało rozróżnienie w tymże kodeksie dwóch trybów zaskarżenia wadliwych uchwał WZA (zgromadzenia wspólników), pośród których ten będący przedmiotem analizy w niniejszej części pracy (powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały sprzecznej z ustawą) z samego już założenia ustawodawcy dotyczyć miał uchwał bezwzględnie nieważnych.⁸²⁹ Na tle wprowadzonej na mocy k.s.h. odrębności uchwał sprzecznych z prawem, jako nieważnych *ex lege*, od uchwał sprzecznych z umową (statutem) spółki, jako wzruszalnych (wymagających uchylecia w drodze konstytucyjnego wyroku sądu), wypowiedział się zresztą Sąd Najwyższy w orzeczeniu z dnia 31 marca 2006 r., stwierdzając, iż „Kodeks spółek handlowych w odróżnieniu od Kodeksu handlowego wprowadził wyraźną dyferencjację na czynności zaskarżalne (art. 249 k.s.h.) i uchwały nieważne (art. 252 k.s.h.) wraz z przysługującym w tym drugim przypadku powództwem o stwierdzenie nieważności uchwały. W sytuacjach określonych w art. 252 k.s.h. (odpowiednio w art. 425 § 1 k.s.h. w odniesieniu do spółek akcyjnych – przyp. R.F.S.) (...) chodzi jedynie o «urzędowe» stwierdzenie nieważności.”, a „Wyrok ten (wydany w trybie powództwa o stwierdzenie nieważności – przyp. R.F.S.) ma więc charakter deklaratoryjny, a jego skutki «sięgają wstecz» do chwili podjęcia tej uchwały,

⁸²⁶ Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy, Dz. U. z 1934 r. Nr 57, poz. 502 ze zm., dalej jako „k.h.”.

⁸²⁷ Zarówno w przypadku, gdy uchwała WZA (zgromadzenia wspólników) była powzięta wbrew przepisom prawa, jak i w sytuacji, gdy była powzięta wbrew postanowieniom statutu (umowy) spółki, jej zaskarżeniu służył jeden i ten sam środek prawny, a mianowicie powództwo o jej unieważnienie – zob. art. 240 oraz 413 k.h. Por. szerzej J. Szwaja (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. II, Warszawa 1998, s. 804 i nast. lub K. Pietrzykowski, *op. cit.* (w:) Z. Banaszczyk (red.), *op. cit.*, s. 212-215 wraz z przywołaną tam literaturą. Zob. także wyrok SN z dnia 22 kwietnia 1999 r., sygn. akt II CKN 266/98, OSNC 2000, Nr 1, poz. 5 oraz wyrok SN z dnia 10 kwietnia 2000 r., sygn. akt V CKN 14/00, OSNC 2001, Nr 6, poz. 82.

⁸²⁸ Przegląd literatury w tym zakresie pod rządami k.h. zob. np. J. Szwaja (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *op. cit.*, s. 804 i nast.; a także E. Marszałkowska-Krześ, *Uchwały...*, *op. cit.*, s. 34; A. W. Wiśniewski, *Prawo...*, *op. cit.*, s. 222-224. Por. jednakże M. Allerhand, *op. cit.*, s. 383. Zob. też wyrok SN z dnia 22 kwietnia 1999 r., sygn. akt II CKN 266/98, OSNC 2000, Nr 1, poz. 5.

⁸²⁹ Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy – Kodeks spółek handlowych, druk nr 1687 z dnia 4 lutego 2000 r., s. 48, w myśl którego k.s.h. „odróżnia uchwały zaskarżalne, które wymagają uchylecia uchwały (art. 422-424) od uchwał sprzecznych z prawem, które są bezwzględnie nieważne.” – dokument dostępny na stronie internetowej Sejmu RP pod adresem: <http://orka.sejm.gov.pl/RejestrD.nsf/wgdruk/1687>. Szerzej zob. S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 592 i nast.

gdyż w innym przypadku odpowiednie stosowanie art. 254 § 2 k.s.h. należałoby uznać za zbędne. Warto też wskazać, że zgodnie z art. 252 § 4 k.s.h. możliwe jest podniesienie zarzutu nieważności uchwały bez wcześniejszego uzyskania w tym względzie wyroku, co dodatkowo przemawia za jego deklaratoryjnym charakterem.”⁸³⁰ Podobne stanowisko w kontekście odróżnienia uchwał bezwzględnie nieważnych od uchwał wzruszalnych na podstawie powództwa uchylającego zaprezentowali też czołowi komentatorzy Kodeksu spółek handlowych, wskazując m.in., że „jednym z założeń przyświecających konstrukcji przepisów o zaskarżaniu uchwał było rozdzielenie od siebie uchwał sprzecznych z ustawą oraz podlegających uchyleniu i odejście od budzącego wątpliwości rozwiązania przyjętego w kodeksie handlowym, przewidującego możliwość unieważnienia uchwały niezależnie od tego, czy jego podstawą była sprzeczność ustawy z przepisami prawa, czy też postanowieniami umowy spółki”.⁸³¹ Zróżnicowanie na gruncie k.s.h. reżimów kontroli niezgodności uchwały z ustawą oraz niezgodności uchwały z umową (statutem) spółki stanowi więc pierwszy argument, na który powołują się zwolennicy koncepcji zakładającej, że uchwała sprzeczna z ustawą w rozumieniu art. 425 § 1 k.s.h. stanowi czynność prawną dotkniętą sankcją bezwzględnej nieważności zgodnie z art. 58 § 1 k.c., a tym samym wyrok sądu stwierdzający tę nieważność na mocy art. 425 § 1 k.s.h. ma charakter jedynie deklaratoryjny.⁸³²

Zwolennicy poglądu, według którego uchwała WZA (zgromadzenia wspólników) sprzeczna z ustawą jest, zgodnie z art. 58 § 1 k.c., czynnością prawną bezwzględnie nieważną z mocy prawa (*ex lege*) i niewywołującą skutków prawnych od samego początku (*ab initio*) opierają ponadto swoje stanowisko na zasadzie jedności prawa cywilnego⁸³³, którą wywodzą z brzmienia art. 2 k.s.h. stanowiącego, iż w sprawach dotyczących spółek prawa handlowego nieuregulowanych w k.s.h. stosuje się przepisy k.c., a jeśli wymaga tego właściwość (natura) stosunku prawnego spółki handlowej, przepisy k.c. stosuje się odpowiednio.⁸³⁴ W myśl tej

⁸³⁰ Sygn. akt IV CSK 46/05, SIP LEX nr 277843.

⁸³¹ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 810; a także S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 592.

⁸³² Zob. S. Sołtysiński, W. Popiołek, *op. cit.*, s. 52-54; S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 603; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 811.

⁸³³ Na temat zasady jedności prawa cywilnego zob. np. A. Stelmachowski, *Zasada jedności prawa cywilnego (Teoria i praktyka)*, PUG 1980, Nr 2, s. 37 i nast.

⁸³⁴ Zob. S. Sołtysiński, *Nieważne...*, *op. cit.*, s. 11; a także W. Jurcewicz, *Nieważność uchwał w spółkach kapitałowych*, PPH 2008, Nr 5, s. 16; S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 587 oraz Z. Radwański (w:) Z. Radwański (red.), *op. cit.*, t.2, s. 442. W kwestii reguł stosowania przepisów k.c. w sprawach mieszczących się w sferze regulacji k.s.h. (w oparciu o przepis odsyłający z art. 2 k.s.h.) por. też K. Bilewska, M. Warzecha,

opinii, przepisy art. 425 k.s.h. nie zawierają wyczerpującej i autonomicznej w stosunku do art. 58 k.c. regulacji nieważności uchwał sprzecznych z ustawą, a co za tym idzie, art. 2 k.s.h. przemawia za zastosowaniem wobec takich uchwał, jako czynności prawnych, instytucji nieważności przewidzianej na gruncie Kodeksu cywilnego.⁸³⁵ Na poparcie zastosowania instytucji bezwzględnej nieważności z k.c. do sankcji, o której mowa w art. 425 § 1 k.s.h. wskazuje się zresztą, że regulacja zawarta w Kodeksie spółek handlowych nawiązuje do konwencji językowej przyjętej w k.c. oraz, że „ponowne wyrażenie sankcji nieważności w przepisach KSH dla określenia skutków czynności prawnej sprzecznej z ustawą stanowiłoby legislacyjne *superfluum*.”⁸³⁶ W konsekwencji, w świetle omawianego poglądu, przyjęć trzeba, że sankcja nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. oznacza bezwzględną nieważność (art. 58 § 1 k.c.), której stwierdzenie w drodze prawomocnego wyroku sądowego nie jest nawet *de iure* konieczne, albowiem uchwała dotknięta taką sankcją jest nieważna *ex lege* i *ab initio*, zaś wyrok, który ma naturę deklaratoryjną, służy wyłącznie urzędowemu potwierdzeniu tejże nieważności.⁸³⁷ Jak zauważa A. Kidyba „Akcjonariusze, organy spółki i ich członkowie, którzy będą zainteresowani w urzędowym potwierdzeniu bezskuteczności i nieważności uchwały, mogą wystąpić z takim powodztwem. Nawet jednak bez takiego potwierdzenia uchwała sprzeczna z prawem jest nieważna bezwzględnie, a podstawą jej nieważności jest art. 58 k.c., stosowany w zw. z treścią art. 2 k.s.h.”⁸³⁸ W tym kontekście urzędowy (deklaratoryjny) charakter wyroku potwierdzającego bezwzględną nieważność uchwały WZA sprzecznej z ustawą uzasadniać ma również brzmienie samego przepisu art. 425 § 1 k.s.h., który stanowi *expressis verbis* o „stwierdzeniu nieważności”, a nie o „unieważnieniu” uchwały – jak to miało miejsce pod rządami k.h.⁸³⁹ Zdaniem K. Osajdy „«Stwierdzić» można wyłącznie coś, co już istnieje (nastąpiło). Stwierdzenie nie wywołuje skutku prawnego, a jedynie dokumentuje jego wystąpienie. Zatem można stwierdzić nieważność uchwał już

Dopuszczalność stosowania art. 58 § 3 k.c. do uchwał walnych zgromadzeń spółek kapitałowych – polemika, PPH 2010, Nr 7, s. 55.; K. Bilewska (w:) K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Pukszt, *op. cit.*, s. 6-8.

⁸³⁵ Por. także S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 604. Zdaniem Z. Radwańskiego z art. 2 k.s.h., który ustanawia zasadę jedności prawa cywilnego, należy wnosić – co do zasady – iż konstrukcje prawa spółek są oparte na podstawowych instytucjach k.c., a nie ja swoistych i odrębnych koncepcjach właściwych prawu spółek handlowych - Z. Radwański (w:) Z. Radwański (red.), *op. cit.*, t. 2, s. 442. Szerzej nt. traktowania uchwały WZA jako czynności prawnej zob. rozdział 3 pkt 3.5.1. rozprawy wraz z przywołaną tam literaturą.

⁸³⁶ Zob. S. Sołtysiński, *Nieważne...*, *op. cit.*, s. 11.

⁸³⁷ Por. *Ibidem*, s. 11 oraz S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 603.

⁸³⁸ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 807.

⁸³⁹ Tak *Ibidem*, s. 810. Odmienne A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Nieważne i podlegające stwierdzeniu nieważności uchwały walnego zgromadzenia spółki komandytowo-akcyjnej*, PPH 2009, Nr 11, s. 25.

nieważnych *ex lege*.”⁸⁴⁰ Skutki normatywne tego zabiegu językowego dostrzega *notabene* Sąd Najwyższy w orzeczeniu z dnia 12 lipca 2002 r., według którego „Niewątpliwie wyrażenie «unieważnienie» ma inne znaczenie niż określenie «stwierdzenie nieważności». (...) przepisy Kodeksu handlowego były w zasadzie przepisami szczególnymi wobec art. 58 § 1 k.c., bo przewidywały one inny skutek w razie sprzeczności uchwały z ustawą. Na gruncie zatem tych przepisów aktualne było powództwo o unieważnienie uchwały, a więc uchwały, która jest wprawdzie wadliwa (jako podjęta z naruszeniem prawa), lecz obowiązuje dopóty, dopóki sąd wyrokiem konstytutywnym nie orzeknie o jej nieważności, a nie powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały orzeczeniem sądowym o charakterze deklaratoryjnym, co oznacza, że uchwała ta od początku była nieważna.”⁸⁴¹

Co więcej, przedstawiciele stanowiska, w świetle którego do uchwały WZA powziętej z naruszeniem przepisów ustawy zastosowanie ma sankcja bezwzględnej nieważności (art. 58 § 1 k.c.), a wyrok stwierdzający tę nieważność ma charakter deklaratoryjny, argumentują swe racje treścią regulacji art. 425 § 4 k.s.h. Zgodnie z tym przepisem nawet po upływie terminów zawitych ustanowionych na okoliczność wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały niezgodnej z prawem dopuszczalne jest podniesienie zarzutu jej nieważności (przez każdego, kogo mają dotyczyć skutki prawne wadliwej uchwały). Oznaczać ma to, że skoro każdy może podnieść ów zarzut prawa materialnego w każdym czasie – niezależnie od stwierdzenia nieważności uchwały prawomocnym wyrokiem sądowym wydanym w postępowaniu wszczętym na podstawie art. 425 § 1 k.s.h. – to wadliwa uchwała WZA jest nieważna *ex lege* i bezskuteczna od samego początku, bez konieczności wydania prawomocnego rozstrzygnięcia sądu w tym zakresie.⁸⁴²

Zwolennicy bezwzględnej nieważności uchwały WZA sprzecznej z prawem (art. 58 § 1 k.c.) oraz deklaratoryjnego charakteru wyroku sądu orzekającego w sprawie jej stwierdzenia uzasadniają swój pogląd również argumentacją natury funkcjonalnej. Jak wskazuje S.

⁸⁴⁰ Zob. K. Osajda, *Trzyście...*, *op. cit.*, s. 40.

⁸⁴¹ Sygn. akt V CKN 1547/00, SIP LEX nr 56054. Odmiennie Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 4 grudnia 2009 r., sygn. akt III CSK 85/09, OSNC 2010, Nr 7-8, poz. 113: „użycie w art. 425 § 1 k.s.h. terminu «nieważność» nie wystarcza do uznania, że chodzi tu o taką sankcję, o jakiej mowa w art. 58 k.c. Ustalając treść danej regulacji, nie można poprzestać na jednym jej zwrocie, lecz należy mieć na względzie jej całość, a z całości omawianej regulacji wynika w sposób jednoznaczny, że chodzi w niej o sankcję nieodpowiadającą cechom bezwzględnej nieważności czynności prawnej (...), lecz cechom «unieważnialności» czynności prawnej.”

⁸⁴² Por. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 807; a także S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 592-593 oraz 603; S. Sołtysiński, *Rozważania o nieważnych i „nieistniejących” czynnościach prawnych ze szczególnym uwzględnieniem uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni*, (w:) A. Brzozowski, W. Kocot, K. Michałowska (red.), G. Alpa [et al.], *W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, Warszawa 2007, s. 319; W. Popiołek (w:) J. A. Strzępka (red.), P. Piniór, W. Popiołek, J. A. Strzępka, E. Zielińska, *op. cit.*, s. 1072.

Sołtysiński „zrównanie w skutkach uchwał zaskarżalnych i nieważnych nie tylko podważa bezpieczeństwo obrotu, lecz ułatwia działania korupcyjne. Koncepcja uchwał nieważnych *ex lege* służy bezpieczeństwu obrotu, gdyż nakłada na piastunów spółki nie tylko obowiązek powstrzymywania się od wykonywania tak wadliwie podjętej uchwały, lecz także jej zaskarżenia. Tak rozumiane skutki nieważności wynikają z art. 58 § 1 KC w zw. z art. 2 zd. 1 KSH. (...) Nieważność czynności prawnej *ex lege* stanowi jeden z kanonów KC i nakłada obowiązek respektowania różnych norm, które przewidują sankcję nieważności w prawie cywilnym. Tym bardziej więc skutek nieważności *ex lege* zapobiegający *ab initio* konsekwencji uchwał sprzecznych z prawem jest uzasadniony w obrocie handlowym.”⁸⁴³ Ten sam autor podkreśla również, iż „pogląd, że uchwała sprzeczna z ustawą miałaby obowiązywać do chwili jej prawomocnego uchylecia, a więc często przez kilka lat, zagrażałaby stabilności stosunków w spółce i naruszałaby zasadę praworządności.”⁸⁴⁴ W podobnym tonie wypowiada się też A. Kidyba, który twierdzi, że akceptacja poglądu, iż wyrok sądu stwierdzający nieważność uchwały WZA ma charakter konstytutywny zagrażałaby bezpieczeństwu obrotu, powodując ryzyko nadużywania wadliwej czynności prawnej „w celu wywołania ewidentnie sprzecznych z prawem skutków, które w chwili wydania konstytutywnego orzeczenia stwierdzającego nieważność uchwały będą już nieodwracalne.”⁸⁴⁵ Problem tego rodzaju ryzyka dostrzega zresztą judykatura – pomimo tego, iż w ostatnich latach w orzecznictwie dominuje pogląd, że do regulacji art. 425 § 1 k.s.h. nie ma zastosowania instytucja bezwzględnej nieważności (art. 58 k.c.), a dopóki nie zapadnie prawomocny wyrok sądowy stwierdzający nieważność kwestionowanej uchwały, dopóty jej skutki prawne muszą być respektowane (wyrok sądu ma charakter konstytutywny).⁸⁴⁶ W wyroku z dnia 4 grudnia 2009 r. Sąd Najwyższy orzekł bowiem, że jakkolwiek sankcja z art. 425 § 1 k.s.h. nie ma cech sankcji bezwzględnej nieważności czynności prawnej, a do zanegowania skutków prawnych uchwały sprzecznej z ustawą jest nieodzowne wydanie odpowiedniego wyroku (konstytutywnego), to jednak „Chybione jest też twierdzenie, że przyjęcie takiej sankcji zmuszałoby zarząd do wykonywania uchwał sprzecznych z ustawą. Skutki prawne uchwały powinny być wprowadzone do zasady respektowane dopóty, dopóki nie ma prawomocnego wyroku stwierdzającego nieważność uchwały, lecz zarazem istnieje,

⁸⁴³ S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitalowych. Tom 17B...*, op. cit., s. 594-595.

⁸⁴⁴ Zob. S. Sołtysiński, *Nieważne...*, op. cit., s. 7.

⁸⁴⁵ Zob. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, op. cit., s. 810 i 813.

⁸⁴⁶ Zob. np. wyrok SN z dnia 13 lutego 2004 r., sygn. akt II CK 438/02, OSP 2006/ Nr 5, poz. 53; uchwałę siedmiu sędziów SN z dnia 1 marca 2007 r., sygn. akt III CZP 94/06, OSNC 2007, Nr 7-8, poz. 95, która ma moc zasady prawnej; uchwałę siedmiu sędziów SN z dnia 18 września 2013 r., sygn. akt III CZP 13/13, OSNC 2014, Nr 3, poz. 23. Szerzej zob. następny pkt pracy.

będąca istotą rozpatrywanej sankcji, możliwość wystąpienia do sądu z żądaniem wydania wspomnianego wyroku. Legitymowany do wystąpienia z takim żądaniem jest również zarząd (art. 422 § 2 pkt 1 k.s.h.). W razie więc uzasadnionego przekonania o sprzeczności uchwały z ustawą, zarząd, który powinien działać zgodnie z prawem, nie tylko może, ale jest obowiązany powstrzymać się od jej wykonania i wytoczyć powództwo, o którym mowa w art. 425 § 1 k.s.h.”⁸⁴⁷ Owo stanowisko Sądu Najwyższego zdaje się potwierdzać, iż dostrzega on ujemne konsekwencje ugruntowanego w judykaturze stanowiska, w świetle którego skutki uchwał sprzecznych z ustawą są tożsame ze skutkami uchwał sprzecznych z umową (statutem) spółki.⁸⁴⁸

Omawiając pogląd, według którego sankcja nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. ma charakter bezwzględnej nieważności z art. 58 § 1 k.c., a co za tym idzie wyrok stwierdzający tę nieważność ma wyłącznie znaczenie deklaratoryjne, nie można jednakże pominąć, że nawet najbardziej zagorzali jego zwolennicy zauważają swoistość jurydyczną nieważności uregulowanej w art. 425 § 1 k.s.h. Zdaniem S. Sołtysińskiego nieważność ta „posiada swoiste cechy odróżniające ją od innych przykładów nieważności bezwzględnej (...) znanych KC. Chodzi tu w szczególności o terminy zawite, zamknięty katalog osób legitymowanych do zaskarżenia uchwały i wyłączenie skarg z art. 189 KPC.”⁸⁴⁹ Także A. Kidyba dostrzega „pewną specyfikę, jaka zarysowuje się, gdy chodzi o stwierdzenie nieważności uchwał walnych zgromadzeń, zwłaszcza w sferze proceduralnej (kodeks reguluje tryb stwierdzania tej nieważności).”⁸⁵⁰ Niemniej jednak, cytowani autorzy pozostają zgodni co do tego, że pomimo nieco zmodyfikowanej specyfiki prawnej sankcji nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. – w porównaniu do tradycyjnego ujęcia bezwzględnej nieważności z art. 58 k.c. – analizowana sankcja spełnia zasadnicze walory bezwzględnej nieważności, albowiem występuje *ipso iure* i powoduje bezskuteczność uchwały WZA od samego początku (*ab initio*).⁸⁵¹

⁸⁴⁷ Sygn. akt III CSK 85/09, OSNC 2010, Nr 7-8, poz. 113

⁸⁴⁸ Tak S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, op. cit., s. 594.

⁸⁴⁹ *Ibidem*, s. 596. S. Sołtysiński wskazuje zresztą, że sankcja z art. 425 § 1 k.s.h. stanowi *de iure* nieco złagodzoną postać nieważności bezwzględnej przewidzianej w art. 58 k.c. – zob. S. Sołtysiński, *Nieważne...*, op. cit., s. 10.

⁸⁵⁰ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, op. cit., s. 810.

⁸⁵¹ „niektóre postacie nieważności, które wywierają skutki *ex lege* i *ab initio* nie posiadają wszystkich lub niektórych z wymienionych cech (bezwzględnej nieważności – R.F.S.). Przykładem takich postaci wadliwości są m.in., sankcje przewidziane w art. 945 § 1 i 2 KC, art. 252, 425 oraz art. 364 § 1 KSH (...)” – S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, op. cit., s. 595; „Nie ma jednak przeszkód, by uznać, że nieważność uchwał walnych zgromadzeń jest po prostu nieco zmodyfikowaną w stosunku do tradycyjnej sankcją bezwzględnej nieważności – zmodyfikowaną, lecz spełniającą zarazem jej cechę zasadniczą, którą jest występujący z mocy samego prawa (*ex lege*) brak skutków prawnych czynności od samego początku (*ab initio*)” – A. Kidyba, *Kodeks spółek*

b. sankcja nieważności *sui generis* – wyrok konstytutywny

W swoistej opozycji do omówionego wyżej poglądu stoi koncepcja, według której do uchwały WZA (lub zgromadzenia wspólników) sprzecznej z ustawą nie ma zastosowania art. 58 § 1 k.c., a tym samym sankcja nieważności uchwały, o której mowa w art. 252 § 1 lub art. 425 § 1 k.s.h. ma autonomiczny charakter prawny (odrębny od instytucji bezwzględnej nieważności przewidzianej w k.c.). Możliwość powołania się na nią powstaje dopiero po jej stwierdzeniu przez sąd, co oznacza, że prawomocny wyrok w tym przedmiocie pełni funkcję konstytutywną. Koncepcja ta, w pewnym uproszczeniu, zbliża zatem skutki uchwały powziętej sprzecznie z ustawą do konstrukcji tzw. nieważności względnej (wzruszalności) wadliwej czynności prawnej, albowiem – w przeciwieństwie do poglądu przedstawionego w poprzednim punkcie pracy – w myśl tej koncepcji uchwała sprzeczna z prawem nie jest czynnością prawną bezskuteczną *ex lege*, lecz wywołuje skutki prawne, które należy respektować dopóty, dopóki nie zapadnie prawomocny wyrok stwierdzający jej nieważność *ex tunc*.⁸⁵²

Zanim przedstawione zostaną współczesne opinie doktryny i orzecznictwa opowiadające się za koncepcją, iż sankcja nieważności, o której mowa w art. 425 § 1 k.s.h. ma osobliwy charakter, a zarazem wyrok sądu orzekającego w sprawie jej stwierdzenia ma moc konstytutywną, wskazać należy, że podobna koncepcja była głoszona pod rządami Kodeksu handlowego – w odniesieniu do sankcji z przepisów art. 240 oraz art. 413 k.h. Jak zostało wspomniane w poprzednim punkcie pracy, przepisy te przewidywały jedną procedurę kwestionowania wadliwej uchwały organu właścicielskiego spółki kapitałowej, tj. powództwo o jej unieważnienie, zarówno w przypadku, gdy wadliwość ta polegała na naruszeniu postanowień umowy (statutu) spółki, jak i w razie, gdy polegała ona na naruszeniu przepisów powszechnie obowiązującego prawa. Analizując skutki prawne wadliwości uchwały WZA (zgromadzenia wspólników) na gruncie wskazanych regulacji k.h. przyjmowano, że o ile wadliwość nie dotyczyła wyjątkowego przypadku (np. naruszenia norm o charakterze *ius cogens* związanych ze zmianą statutu spółki akcyjnej), powzięta uchwała nie była bezwzględnie nieważna *ex lege* i *ab initio* (art. 58 k.c.), lecz wywierała skutki prawne do momentu uprawomocnienia się ewentualnego wyroku sądowego, który wzruszał tę uchwałę

handlowych. Tom II..., op. cit., s. 810-811. Por także R. Czerniawski, *Walne...*, op. cit., s. 214-215; M. Gutowski, *Sankcja nieważności na tle uchwał organów spółek kapitałowych*, PPH 2007, Nr 12, s. 22.

⁸⁵² Por. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, op. cit., s. 810.

ze skutkiem wstecznym (*ex tunc*).⁸⁵³ Taką opinię na tle art. 240 i art. 413 k.h. zaprezentował zresztą już w okresie dwudziestolecia międzywojennego M. Allerhand twierdząc, iż „Powzięta uchwała jest wiążąca i powinna być wykonana, chociaż nie minęły jeszcze terminy, w art. 241 wymienione (terminy zawite na wniesienie powództwa o unieważnienie wadliwej uchwały – R.F.S.), i chociaż nawet powództwo już wytoczono, bo wyrok, którym się uchwałę unieważnia, ma moc konstytutywną”.⁸⁵⁴ Omawiana koncepcja zyskała swych zwolenników również na gruncie Kodeksu spółek handlowych, choć – o czym była już mowa powyżej – wprowadził on dwa odrębne reżimy kwestionowania wadliwych decyzji właścicielskich w spółkach kapitałowych, a mianowicie skargę o uchylenie uchwały sprzecznej z postanowieniami umowy (statutu) spółki (art. 249 i art. 422 k.s.h.) oraz skargę o stwierdzenie nieważności uchwały sprzecznej z ustawą (art. 252 i art. 425 k.s.h.).⁸⁵⁵ Wprawdzie judykatura i doktryna dostrzegły tę ewidentną zmianę normatywną jaką dokonała się wraz z wejściem w życie k.s.h. w zakresie zróżnicowania trybów zaskarżania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych, ale mimo to pogląd, wedle którego sankcja wobec uchwały sprzecznej z ustawą jest identyczna, jak sankcja wobec uchwały naruszającej umowę (statut) spółki (sankcja w postaci możliwości wzruszenia wadliwej uchwały w oparciu o wyrok sądu mający konstytutywną funkcję – odrzucenie koncepcji bezwzględnej nieważności uchwały *ex lege i ab initio*), utrwalił się w orzecznictwie i piśmiennictwie w jeszcze większym stopniu.⁸⁵⁶

W związku z powyższym, w pierwszej kolejności, przytoczyć należy – w ujęciu chronologicznym – kilka aktualnych i korespondujących ze sobą stanowisk Sądu Najwyższego, a wśród nich m.in. uchwałę siedmiu sędziów tegoż Sądu, której nadano moc zasady prawnej. Zgodnie z wyrokiem SN z dnia 13 lutego 2004 r. „Wzgląd na pewność i bezpieczeństwo obrotu prawnego przemawia za tym, aby sankcją wadliwości uchwały WZA na skutek naruszenia określonych, wspomnianych wyżej wymagań, nie była nieważność uchwały, lecz jedynie możliwość jej wzruszenia na określonych zasadach w drodze orzeczenia sądowego. (...) do zanegowania skutków prawnych uchwały sprzecznej

⁸⁵³ Zob. np. wyrok SN z dnia 17 września 1993 r. sygn. akt II CRN 96/93, OSNC 1994, Nr 9, poz. 180; a także uchwałę siedmiu sędziów SN z dnia 30 kwietnia 1999 r., sygn. akt III CZP 61/98, OSNC 1999, Nr 12, poz. 201; oraz wyrok SN z dnia 13 lutego 2004 r., sygn. akt II CK 438/02, OSP 2006, Nr 5, poz. 53 wraz z częściowo krytyczną glosą S. Sołtysińskiego – S. Sołtysiński, *Glosa do wyroku SN z dnia 13 lutego 2004 r., II CK 438/02*, OSP 2006, Nr 5, poz. 53, s. 247.

⁸⁵⁴ M. Allerhand, *op. cit.*, s. 383.

⁸⁵⁵ Zob. pkt 6.3.1.4.1. lit. a powyżej.

⁸⁵⁶ Zob. np. cytowany w poprzednim punkcie pracy wyrok SN z dnia 31 marca 2006, sygn. akt IV CSK 46/05, SIP LEX nr 277843, a także S. Sołtysiński, W. Popiołek, *op. cit.*, s.52-54. Por. jednocześnie wyrok SN z dnia 13 lutego 2004 r., sygn. akt II CK 438/02, OSP 2006, Nr 5, poz. 53 wraz z krytyczną glosą K. Osajdy – K. Osajda, *Glosa do wyroku SN z dnia 13 lutego 2004 r., II CK 438/02*, Glosa 2005, Nr 3, s. 22. Zob. również M. S. Tofel, *Nieważność uchwał na gruncie art. 252 § k.s.h. i art. 425 § 1 k.s.h.*, PPH 2006, Nr 8, s. 21; A. Koch, *op. cit.*, s. 5 i nast. oraz J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 11 i nast. wraz z powołaną tam literaturą.

z ustawą niezbędne jest wydanie na żądanie uprawnionego podmiotu, zgłoszone w odpowiednim terminie, stosownego wyroku sądowego. W takim zaś stanie sankcję wynikającą z art. 425 k.s.h. należy uznać za w istocie zbieżną z sankcją przewidzianą w art. 422 § 1 k.s.h. Dopóki nie ma prawomocnego wyroku, o którym mowa w art. 425 k.s.h., skutki prawne uchwały muszą być respektowane. Możliwość ich nierespektowania z mocą wsteczną, nie tylko przez strony procesu (art. 427 § 4 k.s.h.), powstaje dopiero po uprawomocnieniu się wspomnianego wyroku.”⁸⁵⁷ Analogiczna linia orzecznictwa była konsekwentnie kontynuowana w wyrokach SN z dnia 17 lutego 2004 r.⁸⁵⁸ oraz z dnia 16 marca 2006 r.⁸⁵⁹, a także w uchwale SN z dnia 17 lutego 2004 r.⁸⁶⁰ W ostatnim z wymienionych orzeczeń Sąd Najwyższy stwierdził nawet wprost, że „uchwała współników sprzeczna z ustawą jest wprawdzie nieważna, ale jest to nieważność względna, która może być stwierdzona tylko w drodze powództwa wniesionego przez określone osoby, w określonym przez ustawodawcę czasie.”⁸⁶¹ Najbardziej doniosłym prawnie spośród werdyktów Sądu Najwyższego mających za przedmiot zaskarżanie uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych, okazała się z kolei uchwała siedmiu sędziów tegoż Sądu z dnia 1 marca 2007 r.⁸⁶², która wpisana została do księgi zasad prawnych, co oznacza, że jeśli jakkolwiek inny skład Sądu Najwyższego chciałby odstąpić od wykładni przyjętej w tejże uchwale, to powinien przedstawić powstałe zagadnienie prawne do rozstrzygnięcia pełnemu składowi Izby Cywilnej.⁸⁶³ W uzasadnieniu przedmiotowej uchwały siedmiu sędziów Sąd Najwyższy zaaprobował pogląd, że „do czasu rozstrzygnięcia tego powództwa (z art. 252 lub art. 425 k.s.h. – przyp. R.F.S.) należy respektować kwestionowaną uchwałę, a zatem przyjmować wynikający z niej stan rzeczy, a więc przyznawać jej skutki prawne, mimo jej ewentualnej nieważności.”, a w związku z tym, że „do zanegowania skutków prawnych uchwały sprzecznej z ustawą niezbędne jest uprzednie wydanie na żądanie uprawnionego podmiotu wyroku uwzględniającego powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały. Dopóki więc nie ma takiego prawomocnego wyroku, dopóty skutki prawne uchwały muszą być respektowane, a możliwość ich nierespektowania z mocą wsteczną, nie tylko przez strony procesu (art. 254 § 1 i § 4 k.s.h.), powstanie dopiero po uprawomocnieniu się wspomnianego wyroku uwzględniającego powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały. (...) wszczęcie postępowania o stwierdzenie

⁸⁵⁷ Sygn. akt II CK 438/02, OSP 2006, Nr 5, poz. 53.

⁸⁵⁸ Sygn. akt I PK 305/06, OSNP 2004, Nr 2, poz. 421.

⁸⁵⁹ Sygn. akt III CSK 32/06, OSP 2007, Nr 3, poz. 31.

⁸⁶⁰ Sygn. akt III CZP 116/03, OSNC 2005, Nr 5, poz. 78.

⁸⁶¹ *Ibidem*.

⁸⁶² Sygn. akt III CZP 94/06, OSNC 2007, Nr 7-8, poz. 95.

⁸⁶³ Zob. art. 87 oraz art. 88 § 1 ustawy z dnia 8 grudnia 2017 r. o Sądzie Najwyższym (Dz. U. z 2018 r. poz. 5 ze zm.). Zob. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 200-201.

nieważności uchwały ma dopiero doprowadzić do wiążącego ustalenia w tym przedmiocie, to konsekwentnie należy bronić poglądu, że do czasu prawomocnego uwzględnienia powództwa trzeba przyjmować stan rzeczy wynikający z kwestionowanej - niekiedy tylko przez powoda - uchwały, a więc nie negować wynikających z niej skutków prawnych, nawet mimo istnienia niedającej się wykluczyć ewentualności stwierdzenia w przyszłości jej nieważności.”⁸⁶⁴ Jednocześnie w przedmiotowej uchwale Sąd Najwyższy zauważył, że „Takie stanowisko pozostaje w harmonii z prezentowanym w piśmiennictwie poglądem, że pojęcie «nieważność uchwały» używane w przepisach kodeksu spółek handlowych oznacza jedynie, iż sąd w postępowaniu wszczętym na podstawie art. 252 § 1 k.s.h. (odpowiednio art. 425 § 1 k.s.h. – przyp. R.F.S.) może stwierdzić nieważność uchwały ze skutkiem *ex tunc*”, a co za tym idzie „nie można zgodzić się w pełni z poglądem zaprezentowanym w uzasadnieniu wyroku SN z dnia 12 lipca 2002 r., V CKN 1547/00 (nie publ), że powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały zmierza do wydania wyroku deklaratoryjnego, «co oznacza, że uchwała ta od początku była nieważna». To sformułowanie wskazuje na niesprawiedliwione utożsamianie istoty omawianego powództwa z rezultatem w postaci jego uwzględnienia i stanowi trudną do zaakceptowania antycypację pozytywnego rezultatu tego powództwa już w chwili jego zgłoszenia, a dokonaną przez sąd na tym etapie wyłącznie na podstawie twierdzeń samego powoda o sprzeczności uchwały z ustawą.”⁸⁶⁵ Doniosłość jurydyczna przywołanej uchwały „siódemkowej” Sądu Najwyższego powoduje, że po dzień dzisiejszy orzecznictwo stosuje się dosyć jednolicie do przyjętego w niej kierunku wykładni regulacji stanowiących o stwierdzeniu nieważności uchwały zgromadzenia spółki kapitałowej. Dowodzi temu np. stanowisko SN wyrażone w kolejnej uchwale siedmiu sędziów z dnia 18 września 2013 r., zgodnie z którą, zdaniem składu orzekającego, znacznie więcej argumentów przemawia za tym, „że sprzeczne z ustawą uchwały wspólników obu rodzajów spółek kapitałowych nie są bezwzględnie nieważne, a wyrok stwierdzający ich nieważność ma charakter konstytutywny, gdyż jest niezbędny do wykluczenia uchwały z obrotu prawnego ze skutkiem *ex tunc*.”⁸⁶⁶ Wśród całego szeregu argumentów wymienionych przez Sąd Najwyższy w uzasadnieniu

⁸⁶⁴ Uchwała siedmiu sędziów SN z dnia 1 marca 2007 r., sygn. akt III CZP 94/06, OSNC 2007, Nr 7-8, poz. 95.

⁸⁶⁵ *Ibidem*.

⁸⁶⁶ Sygn. akt III CZP 13/13, OSNC 2014, Nr 3, poz. 23. Zob. także W. J. Katner, K. Osajda, *Niezgodne z prawem uchwały wspólników spółek kapitałowych – uwagi na tle uchwały składu siedmiu sędziów Sądu Najwyższego z 18.03.2013 r. (III CZP 13/13)*, PPH 2014, Nr 9, s. 18 i nast.; K. Osajda, *Trzyńście...*, *op. cit.*, s. 40 i nast.; A. Kappes, *Konstytutywny charakter wyroku stwierdzającego nieważność uchwały? – krytycznie o uchwale siedmiu sędziów Sądu Najwyższego z 18.09.2013 r. (III CZP 13/13)*, PPH 2014, Nr 9, s. 34 i nast.; P. Pinior, *Obowiązek wykonania uchwały sprzecznej z prawem*, PPH 2014, Nr 9, s. 55 i nast.; P. Moskała, *Glosa do uchwały SN z 18 września 2013 r., III CZP 13/13*, *Glosa 2014*, Nr 4, s. 44 i nast.; P. Zięba, *Glosa do uchwały SN z 18 września 2013 r., III CZP 13/13*, *Glosa 2014*, Nr 4, s. 34 i nast.; M. Dumkiewicz, A. Kidyba, *Glosa do uchwały SN (7) z 18 września 2013 r., III CZP 13/13*, MPH 2014, Nr 1, s. 43.

cytowanej uchwały znalazły się m.in. następujące przemyślenia: 1) materia zaskarżenia uchwał zgromadzeń wspólników lub walnych zgromadzeń jest uregulowana całościowo i wszechstronnie w k.s.h., a tym samym nie ma podstaw do sięgania po instytucję bezwzględnej nieważności przewidzianej w k.c. w oparciu o treść art. 2 k.s.h.; 2) nie można generalizować charakteru „uchwał wspólników jako mających zawsze charakter czynności prawnych”, a co za tym idzie konstrukcja bezwzględnej nieważności czynności prawnej z art. 58 k.c. nie może mieć uniwersalnego zastosowania do wszystkich rodzajów uchwał sprzecznych z prawem; 3) obowiązek uzyskania prawomocnego orzeczenia sądowego stwierdzającego nieważność uchwały sprzecznej z prawem stanowi warunek *sine qua non* wzięcia pod uwagę nieważności takiej uchwały; 4) w przepisach k.s.h. regulujących materię stwierdzenia nieważności uchwały sprzecznej z prawem wyłączono *expressis verbis* możliwość występowania z powództwem o ustalenie z art. 189 k.p.c., „które służy właśnie co do zasady stwierdzeniu wystąpienia bezwzględnej nieważności”, co „dowodzi, że wolą ustawodawcy było konsekwentne zastrzeżenie w art. 252 i 425 k.s.h. odmiennej sankcji, polegającej na wzruszeniu uchwały sprzecznej z prawem prawomocnym wyrokiem, eliminującym tę uchwałę z obrotu prawnego”; 5) „konieczność zapewnienia bezpieczeństwa i poczucia stabilności obrotu oraz pewności kontrahentów jako jego uczestników (...) jest nie do przecenienia, a jego realizację umożliwia konstytutywny charakter orzeczeń sądowych stwierdzających nieważność uchwały wspólników, a więc prowadzących do wyeliminowania takiej uchwały z obrotu prawnego, ale dopiero na mocy decyzji jurysdykcyjnej podjętej w następstwie swobodnej oceny wystąpienia jedynej materialnoprawnej przesłanki nieważności przyjętej w art. 252 i 425 k.s.h., tj. sprzeczności uchwały z ustawą. Osiągnięcie takiego rezultatu wymaga wyjątkowej elastyczności ustawodawcy w realiach obrotu handlowego, a nie regulowania omawianej materii w sposób bezwzględny.”; 6) „przy przyjęciu, że uchwała sprzeczna z ustawą dotknięta jest sankcją bezwzględnej nieważności” traci sens normatywny regulacja art. 427 § 4 w związku z § 1 i § 2 k.s.h. (zgodnie z którą prawomocny wyrok uwzględniający powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały WZA ma moc obowiązującą jedynie w stosunkach między spółką a wszystkimi akcjonariuszami oraz w stosunkach między spółką a członkami organów spółki, a więc z wyłączeniem skutków wobec osób trzecich działających w dobrej wierze), gdyż czynność prawna bezwzględnie nieważna (art. 58 k.c.) w ogóle nie wywołuje skutków prawnych, a tym samym nie może wywierać skutków wobec kogokolwiek, chociażby działał w dobrej wierze; 7) kwalifikacja sankcji nieważności z art. 425 k.s.h. jako sankcji nieważności *ex lege* i *ab initio* oraz wyroku stwierdzającego tę nieważność jako deklaratoryjnego oznaczałaby paradoksalnie, że bezprzedmiotowy jest cały

mechanizm powództwa o stwierdzenie nieważności, gdyż nieważność ta zachodziłaby od samego początku i mogłaby być potwierdzona po prostu w drodze powództwa ustalającego; 8) w razie przyjęcia, że sankcja z art. 425 k.s.h. jest bezwzględnie nieważna *ab initio* realne byłoby ryzyko wystąpienia zagrożenia polegającego na tym, że w jakimś postępowaniu, np. postępowaniu rejestrowym, sąd mógłby oprzeć kierunek swego rozstrzygnięcia na założeniu braku skutków prawnych wadliwie powziętej uchwały od samego początku, tymczasem sąd orzekający na podstawie art. 425 k.s.h. mógłby oddalić toczące się równoległe powództwo o stwierdzenie jej nieważności, uznając ją tym samym za legalną; 9) bezpieczeństwo obrotu jest „możliwe do osiągnięcia tylko w razie aprobaty tezy, że do czasu wydania wyroku uwzględniającego powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały wspólników uchwała taka wywiera skutki prawne jako element porządku prawnego. Późniejsze nawet wzruszenie uchwały i wyeliminowanie jej z obrotu prawnego *ex tunc* prawomocnym konstytucyjnym orzeczeniem sądu nie wywarłoby negatywnych skutków wstecz, ponieważ ujawnione w rejestrze wpisy dokonane wcześniej na podstawie takiej uchwały chronią - zważywszy na zasadę jawności materialnej Krajowego Rejestru Sądowego – osoby trzecie w ich relacjach gospodarczych ze spółką. Aprobata odmiennego stanowiska pozwalałaby sądowi na uwzględnienie z urzędu bez jakichkolwiek czasowych ograniczeń nieważności bezwzględnej uchwały wspólników spółki kapitałowej, co niewątpliwie zagrażałoby stabilności, pewności i bezpieczeństwu obrotu.”; 10) „Aprobata stanowiska akceptującego sankcję nieważności względnej uchwały ma również ten atut, że pozwala na daleko idącą elastyczność sądu w ocenie sprzeczności uchwały wspólników z ustawą, zwłaszcza w kontekście procesowego charakteru norm ustawowych, wyłącznie naruszonych w toku samej tylko procedury podejmowania uchwały. Z utrwalonego jednolitego orzecznictwa Sądu Najwyższego wyraźnie wynika, że w razie naruszenia przy podejmowaniu uchwały norm o charakterze proceduralnym, nie ma podstaw do stwierdzenia jej nieważności, jeśli naruszenie to nie miało wpływu na treść podjętej uchwały. Taki kierunek orzecznictwa również nie mógłby być kontynuowany w razie aprobaty dla kwestionowanego stanowiska o wystąpieniu sankcji nieważności bezwzględnej, ponieważ sankcja taka działa automatycznie, nie dopuszczając możliwości dokonywania przez organ orzekający relatywizujących ocen w zależności od charakteru norm prawnych, z naruszeniem których doszło do podjęcia uchwały, oraz od wpływu ich naruszenia na treść podjętej uchwały.”⁸⁶⁷ Pomimo, że wszystkie wymienione i

⁸⁶⁷ Sygn. akt III CZP 13/13, OSNC 2014, Nr 3, poz. 23. Zreferowana argumentacja składu siedmiu sędziów SN poddana została jednocześnie wymiernej krytyce w doktrynie prawa spółek. Szczególną uwagę warto zwrócić na publikację K. Osajdy, który, nawiązując z dozą swoistej ironii do sygnatury przedmiotowej uchwały SN (III

poparte przez Sąd Najwyższy racje przemawiają za koncepcją szczególnej – autonomicznej – natury nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. oraz konstytutywnym charakterem wyroku stwierdzającego tę nieważność, warto też odnotować, że analizując dane zagadnienie prawne skład orzekający dostrzegł równoległe, że w piśmiennictwie *de facto* przeważa koncepcja przeciwna, która również zawiera wiele „istotnych argumentów prawnych uzasadniających bezwzględną nieważność uchwał zgromadzeń sprzecznych z ustawą”.⁸⁶⁸ Kończąc wątek chronologicznego zestawienia stanowisk Sądu Najwyższego popierających pogląd o swoistym charakterze nieważności uchwały sprzecznej z ustawą i konieczności respektowania jej skutków prawnych do czasu prawomocnego wyroku sądowego uwzględniającego powództwo z art. 425 § 1 k.s.h., zasygnalizować jeszcze należy jedno z najnowszych orzeczeń na tym tle, a mianowicie wyrok SN z dnia 26 kwietnia 2016 r., którego zasadnicza teza głosi, że „Pomimo istotnych argumentów prawnych uzasadniających bezwzględną nieważność uchwał zgromadzenia akcjonariuszy sprzecznych z ustawą, więcej argumentów przemawia jednak za podjęciem uchwały, iż sprzeczne z ustawą uchwały wspólników m.in. spółki akcyjnej nie są bezwzględnie nieważne, a wyrok stwierdzający ich nieważność ma charakter konstytutywny, gdyż jest on niezbędny do wykluczenia uchwały sprzecznej z ustawą z obrotu prawnego ze skutkiem *ex tunc*. Nie oznacza to zatem, że zaskarżona uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy była od początku nieważna. Wyrok Sądu, wydany na podstawie art. 425 § 1 k.s.h., niweczy byt prawny zaskarżonej uchwały od chwili jej powzięcia, prowadząc do stworzenia sytuacji, jakby uchwałą w ogóle nie została podjęta, przy czym możliwość powołania się na ten skutek aktualizuje się dopiero z chwilą wydania prawomocnego wyroku stwierdzającego sprzeczność kwestionowanej uchwały z ustawą. Przepis art. 425 § 1 k.s.h. stanowi zatem regulację szczególną i wprowadził szczególną, oryginalną postać nieważności, różniącą się od tradycyjnie rozumianej nieważności bezwzględnej (art. 58 k.c.), a bliższą konstrukcji nieważności względnej określanej także jako «unieważnialność», «wzruszalność», «zaczeplność».”⁸⁶⁹ Teza ta w istocie zamyka klamrą i podsumowuje wszystkie cytowane wyżej poglądy Sądu Najwyższego. Nie sposób jednak nie

CZP 13/13), sformułował właśnie trzynaście uwag krytycznych do niej – zob. K. Osajda, *Trzynaście...*, *op. cit.*, s. 40 i nast.

⁸⁶⁸ „Zdecydowanie dominujące w piśmiennictwie jest stanowisko opowiadające się za określeniem sankcji dotyczącej uchwał wspólników sprzeczną z ustawą jako nieważności bezwzględnej, a orzeczenie sądowe stwierdzające tę nieważność za mające charakter jedynie deklaracyjny. Jest to więc stanowisko pozostające w opozycji wobec linii dominującej w judykaturze, a zajmujący je autorzy akcentują, że przepisy kodeksu spółek handlowych nie regulują kompleksowo problematyki wadliwości uchwał wspólników i dlatego nie wyłączają możliwości zastosowania art. 58 k.c.” – zob. omawianą uchwałę siedmiu sędziów SN z dnia 18 września 2013 r., sygn. akt III CZP 13/13, OSNC 2014, Nr 3, poz. 23. Por. także K. Osajda, *Trzynaście...*, *op. cit.*, s. 40 i nast.

⁸⁶⁹ Sygn. akt II CSK 352/15, SIP LEX nr 2064226.

zauważyć, że większość poglądów judykatury formułowana była na podstawie opinii publikowanych przez przedstawicieli doktryny, którzy należą do zwolenników koncepcji wzruszalności uchwały WZA w drodze prawomocnego wyroku sądowego stwierdzającego jej nieważność (art. 425 § 1 k.s.h.). Poniżej przytoczone zostaną zatem najistotniejsze wypowiedzi tej grupy komentatorów.

Wyczerpującej analizie omawianego kierunku wykładni regulacji art. 425 § 1 k.s.h. podjął się przede wszystkim A. Koch.⁸⁷⁰ Autor, z jednej strony, dostrzegł wprawdzie, że „Rozbieżności poglądów dotyczą przede wszystkim czysto teoretycznego problemu wyrażającego się w pytaniu o to, czy uchwały takie (sprzeczne z prawem – przyp R.F.S.) są bezwzględnie nieważne – identycznie ja ma to miejsce w przypadku naruszających prawo czynności prawnych z mocy art. 58 k.c.”, a zarazem, że „Definitywne rozstrzygnięcie tego sporu nie jest jednak możliwe.”, ale, z drugiej strony, uznał, że więcej argumentów przemawia za tym, iż „na tle unormowań zawartych w art. 252 § 1 k.s.h. i w art. 425 § 1 k.s.h. mamy do czynienia z sankcją nieważności (...) względnej”.⁸⁷¹ Na potwierdzenie swego stanowiska wskazał m.in., że „Wyłączenie zastosowania art. 58 § 1 k.c. znajduje oparcie w art. 2 k.s.h. Regulacja zawarta w art. 252 i 425 k.s.h. zawiera wszak unormowanie odmienne od przewidzianego w powołanym przepisie kodeksu cywilnego. W szczególności cytowane postanowienia kodeksu spółek handlowych autonomicznie rozstrzygają kwestie sposobu zatwierdzania nieważności uchwał. Wyraża się to w konieczności wydania prawomocnego wyroku sądowego i wyłączeniu możliwości podważania uchwał przez osoby nieposiadające przyznanej im legitymacji czynnej. Jest to rozwiązanie wyraźnie odbiegające od konstrukcji sankcji nieważności bezwzględnej przewidzianej w art. 58 k.c.”, a ponadto, że „Swoisty charakter sankcji nieważności uchwał naruszających prawo jest merytorycznie uzasadniony. Z jednej strony służy realizacji wyraźnie dostrzegalnej intencji ustawodawcy do zapobieżenia destabilizacji stosunków spółek kapitałowych – poprzez nadmiernie rozbudowaną możliwość podważania uchwał. Z drugiej, odmienność sankcji wprowadzonej przepisami art. 252 i 425 k.s.h. uzasadniona jest swoistości uchwał wspólników w porównaniu z typowymi czynnościami prawnymi, do których odnosi się regulacja art. 58 k.c. Ten ostatni przewiduje wszak sankcję nieważności czynności prawnych *sensu stricto*. Tymczasem uchwały spółek kapitałowych traktowane zazwyczaj jako czynności prawne są ich swoistą postacią.”⁸⁷² A. Koch skrytykował równocześnie przeciwny pogląd doktryny o bezwzględnej nieważności

⁸⁷⁰ A. Koch, *op. cit.*, s. 4 i nast.

⁸⁷¹ *Ibidem*, s. 4 i 9.

⁸⁷² *Ibidem*, s. 9-10.

uchwały powziętej w sposób niezgodny z prawem, podkreślając, iż „Dopuszczenie możliwości powoływania się na bezwzględną nieważność uchwały w sytuacji, gdy nie został wydany wyrok stwierdzający prawomocnie tę wadliwość rodzi niebezpieczeństwo manipulowania zarzutem sprzeczności uchwały z prawem.”, a zarazem, że „Akceptacja poglądu przeciwnego, zgodnie z którym sankcja nieważności uchwały naruszającej prawo pojawia się *ex lege*, uczyniłaby kodeksowe unormowanie powództw o stwierdzenie nieważności *de facto* zbytecznym.”⁸⁷³ Stanowisko jakie zajmuje cytowany autor jest zatem klarowne, tzn. sankcja nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. ma swoistą postać, odmienną od sankcji nieważności z art. 58 k.c., a wyrok ją stwierdzający pełni funkcję konstytutywną. Niemniej jednak warto zauważyć, że w podsumowaniu swej wypowiedzi A. Koch przyznaje równocześnie, iż uchwała sprzeczna z prawem w rozumieniu art. 425 § 1 k.s.h. „nie wywołuje zamierzonych skutków prawnych *ex lege* i *ab initio*”, sankcja nieważności, o której mowa w tym przepisie „ma *de facto* cechy bezwzględnej nieważności czynności prawnej, przewidzianej w art. 58 § 1 k.c.” i, o ile „W przeciwieństwie do rozwiązania przyjętego w art. 58 § 1 k.c. niedopuszczalne jest powołanie się na nieważność uchwały bez jej sądowego stwierdzenia”, to i tak „Wyrok (uwzględniający powództwo z art. 425 § 1 k.s.h. – przyp. R.F.S.) ma w swej istocie charakter deklaracyjny.”⁸⁷⁴ Owo końcowe niezdecydowanie autora będącego faktycznie zwolennikiem koncepcji omawianej w tym punkcie pracy świadczy tylko i wyłącznie o zasadności daleko idących kontrowersji teoretycznych na tle interpretacji regulacji art. 425 k.s.h. i potrzebie rozważenia w najbliższej przyszłości ingerencji ustawodawcy w tym zakresie.

Innym czołowym zwolennikiem poglądu, w myśl którego nieważność sprzecznej z ustawą uchwały udziałowców ma szczególny charakter prawny, a jej skutki niweczy dopiero prawomocne orzeczenie sądu uwzględniające powództwo o stwierdzenie nieważności, jest J. Frąckowiak.⁸⁷⁵ Co do zasady autor ten podziela w znacznej mierze argumentację opisaną powyżej. W jego ocenie, regulacja Kodeksu spółek handlowych w zakresie stwierdzenia nieważności uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych jest „zupełnie odmienna od tej, jaką przyjmuje kodeks cywilny w razie sprzeczności czynności prawnej z ustawą”, gdyż „kodeks spółek handlowych używa innych określeń niż kodeks cywilny”, a z art. 425 § 1 k.s.h. „nie wynika, tak jak z art. 58 k.c., że uchwała sprzeczna z ustawą jest nieważna”.⁸⁷⁶ W myśl zatem zastosowanych przez tego autora reguł wykładni systemowej „odrębne i wyczerpujące

⁸⁷³ *Ibidem*, s. 6 i 7.

⁸⁷⁴ *Ibidem*, s. 9.

⁸⁷⁵ J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 5 i nast.

⁸⁷⁶ *Ibidem*, s. 11.

uregulowanie w kodeksie spółek handlowych sankcji w razie sprzeczności uchwały z ustawą wyklucza, w myśl art. 2 tego kodeksu, możliwość sięgania dla oceny skutków takich uchwał do przepisów kodeksu cywilnego.”⁸⁷⁷ Ponadto, o niedopuszczalności zastosowania do uchwały zgromadzenia udziałowców sprzecznej z ustawą sankcji nieważności czynności prawnej z art. 58 k.c. (nieważność *ex lege* i *ab initio*) świadczyć ma zdaniem J. Frąckowiaka podstawowa kwestia, a mianowicie, że uchwała WZA (zgromadzenia wspólników) nie ma charakteru typowej czynności prawnej, lecz stanowi oryginalną czynność konwencjonalną organu właścicielskiego korporacyjnej osoby prawnej.⁸⁷⁸ Co więcej, w ocenie cytowanego autora przyjęcie poglądu o bezwzględnej nieważności uchwały sprzecznej z prawem prowadzi „do pozbawienia sensu normatywnego niektórych przepisów kodeksu spółek handlowych.”⁸⁷⁹ Reasumując J. Frąckowiak zajmuje jednoznaczne stanowisko, w świetle którego „mechanizm zastosowania tej sankcji (z art. 425 § 1 k.s.h. – przyp. R.F.S.) jest zupełnie odmienny. Czynność prawna sprzeczna z ustawą jest nieważna *ex lege*, natomiast uchwała sprzeczna z ustawą, by była nieważna, musi być uznana za taką prawomocnym orzeczeniem sądu” a co za tym idzie „Bez uruchomienia przewidzianych w kodeksie spółek handlowych środków prowadzących do uznania uchwały za nieważną oraz do momentu uznania ją za taką prawomocnym wyrokiem sądowym wywiera ona skutki prawne.”⁸⁸⁰

Zwolenników charakteryzowanego stanowiska jest w doktrynie znacznie więcej.⁸⁸¹ W tym miejscu nie ma jednak potrzeby cytować także ich wypowiedzi, albowiem ich treść jest co do zasady analogiczna do treści stanowisk przywołanych powyżej. Należy po prostu stwierdzić, że w doktrynie istnieje pokaźna grupa przedstawicieli koncepcji korespondującej z utrwalonym poglądem orzecznictwa, wyrażonym, w szczególności, w uchwale siedmiu

⁸⁷⁷ *Ibidem*, s. 15.

⁸⁷⁸ *Ibidem*, s. 8.

⁸⁷⁹ „Jeśli uchwała taka (sprzeczna z prawem – R.F.S.) jest nieważna od początku i orzeczenie sądu ma tylko charakter deklaratoryjny, to jaki sens miałby przepis (art. 427 § 4 w zw. z § 1 k.s.h. – przyp. R.F.S.), który stanowi, że prawomocny wyrok stwierdzający sprzeczność uchwały z ustawą ma moc obowiązującą w stosunkach między spółką a wszystkimi wspólnikami (akcjonariuszami) oraz między spółką a członkami organów spółki? Czynność prawna nieważna bezwzględnie nie wywiera przecież żadnych skutków prawnych. (...) Nie byłby też zrozumiały przepis o zarzutach, które można podnieść przeciwko takiej uchwale (art. 425 § 4 k.s.h. – przyp. R.F.S.), oraz przepisy o ochronie osób, które na podstawie takiej uchwały dokonały w dobrej wierze czynności prawnej (art. 427 § 2 k.s.h. – przyp. R.F.S.). Uchwała, która nie wywiera żadnych skutków jako bezwzględnie nieważna nie może przecież być podstawą dla ważnego dokonywania na jej podstawie czynności prawnych.” – *Ibidem*, s. 13.

⁸⁸⁰ *Ibidem*, s. 14-15.

⁸⁸¹ Zob. np. M. S. Tofel, *Nieważność...*, *op. cit.*, s. 21; K. Bilewska, *Zaskarżanie uchwał zgromadzeń wspólników przez odwołanych członków zarządu – glosa do uchwały SN(7) z 1.3.2007 r.*, III CZP 94/06, Mon. Praw. 2007, Nr 19, s. 1100; A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Sądowa...*, *op. cit.*, s. 31; M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 199; M. Safjan (w:) K. Pietrzykowski (red.), *op. cit.*, s. 290-291; P. Ochamnn, *op. cit.*, s. 57-58.

sędziów SN z dnia 1 marca 2007 r. mającej moc zasady prawnej⁸⁸², a wszyscy z nich stosunkowo jednomyślnie uzasadniają stanowisko o swoistości sankcji z art. 425 k.s.h. i konstytucyjnym charakterze wyroku zapadającego w trybie tego przepisu opisanymi wyżej argumentami czy to natury systemowej (całościowe uregulowanie podejmowania i stwierdzania nieważności sprzecznych z prawem uchwał zgromadzeń udziałowców na gruncie k.s.h. wyklucza zastosowanie wobec takich uchwał, w oparciu o art. 2 k.s.h., sankcji bezwzględnej nieważności z art. 58 k.c.), czy funkcjonalnej (tylko uznanie autonomicznego charakteru prawnego sankcji nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. i konstytucyjnego wymiaru wyroku sądu orzekającego w sprawie tej nieważności niweczy ryzyko nadużywania zarzutu nieważności uchwały w każdym czasie, a co za tym idzie eliminuje zagrożenie stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce), czy celowościowej (zapewnienie stabilności stosunków spółki oraz bezpieczeństwa obrotu jest możliwe dzięki specjalnej – odrębnej – specyfice trybu stwierdzenia nieważności uchwały zgromadzenia spółki kapitałowej na tle regulacji k.s.h., tj. ograniczeniu kręgu podmiotów legitymowanych do wytoczenia powództwa eliminującego z obrotu uchwałę sprzeczną z prawem, określeniu terminów zawitych na wniesienie tego powództwa, wyłączeniu zastosowania powództwa ustalającego z art. 189 k.p.c. w tym zakresie oraz konieczności respektowania skutków prawnych nielegalnej uchwały dopóty, dopóki nie ma prawomocnego wyroku uwzględniającego powództwo o stwierdzenie jej nieważności).

6.3.1.4.2. Konkluzje

Na tle kwalifikacji charakteru prawnego sankcji nieważności uchwały WZA określonej w art. 425 k.s.h. oraz funkcji wyroku sądowego stwierdzającego tę nieważność prezentowane są rozbieżne poglądy zarówno w orzecznictwie, jak i (w szczególności) w piśmiennictwie. Spór teoretyczny w tym zakresie polega w istocie na wzajemnej konfrontacji dwóch przeciwstawnych stanowisk.⁸⁸³

Pierwsze z nich zakłada, iż art. 425 k.s.h. reguluje co do zasady tę samą sankcję, co art. 58 k.c., czyli sankcję bezwzględnej nieważności czynności prawnej, przy czym w postaci uchwały WZA, która jest spreczna z ustawą. W konsekwencji uchwała taka jest z mocy prawa (*ex lege*) nieważna i nie wywołuje skutków prawnych od samego początku (*ab initio*). Prowadzi to wprost do wniosku, że wyrok sądu orzekającego w sprawie stwierdzenia

⁸⁸² Sygn. akt III CZP 94/06, OSNC 2007, Nr 7-8, poz. 95.

⁸⁸³ Podobnie K. Bilewska (w:) Z. Jara (red.), *op. cit.*, s. 1651-1652.

nieważności takiej uchwały pełni jedynie funkcję „urzędowego potwierdzenia” jej nieważności i bezskuteczności *ex tunc*, mając tym samym jedynie deklaratoryjny charakter.

Drugie stanowisko, stojące w opozycji do pierwszego, uznaje, że w art. 425 k.s.h. przewidziana jest szczególna sankcja nieważności, która ma postać osobliwą i całkowicie autonomiczną w porównaniu do tradycyjnej sankcji bezwzględnej nieważności czynności prawnej z Kodeksu cywilnego. Jej charakter prawny zbliżony jest do sankcji względnej nieważności (wzruszalności). Oznacza to, że możliwość powołania się na nieważność i bezskuteczność uchwały WZA (zgromadzenia wspólników) powstaje dopiero wtedy, gdy sąd unieważni ją prawomocnym wyrokiem uwzględniającym żądanie podmiotu legitymowanego na podstawie art. 425 § 1 w zw. z art. 422 § 2 k.s.h. (wyrok ten ma moc konstytutywną). Tymczasem do czasu wydania takiego wyroku skutki prawne kwestionowanej uchwały muszą być respektowane.

Z zaprezentowanego zestawienia stanowisk orzecznictwa i doktryny wynika, że zwolennicy przeciwstawnych poglądów uzasadniają swoje racje identycznymi kategoriami argumentów – choć przedstawiają je w zwierciadlanym znaczeniu. Na przykład, zarówno jedni, jak i drudzy powołują się na argument wzajemnej relacji mechanizmu z art. 425 k.s.h. oraz przepisów Kodeksu cywilnego poświęconych nieważności wadliwych czynności prawnych (możliwości zastosowania na potrzeby stwierdzenia nieważności uchwały WZA instytucji bezwzględnej nieważności z art. 58 § 1 k.c. w oparciu o przepis art. 2 k.s.h.). Jedni, tj. zwolennicy poglądu o bezwzględnej nieważności uchwały zgromadzenia udziałowców sprzecznej z prawem i deklaratoryjnym charakterze wyroku sądu orzekającego w sprawie jej stwierdzenia, posługują się tym argumentem w celu wykazania, iż regulacja Kodeksu spółek handlowych jest częściowa i dlatego, w myśl zasady jedności prawa cywilnego, której emanacją jest przepis art. 2 k.s.h., do regulacji tej ma zastosowanie instytucja art. 58 § 1 k.c.⁸⁸⁴ Z kolei drudzy, tj. przedstawiciele poglądu, według którego nieważność z art. 425 k.s.h. ma postać *sui generis* i dopiero konstytutywny wyrok stwierdzający prawomocnie tę nieważność powoduje eliminację jej skutków prawnych z obrotu, uważają natomiast, że materia sądowej kontroli uchwał zgromadzeń udziałowców spółek kapitałowych sprzecznych z prawem jest uregulowana autonomicznie i wyczerpująco na gruncie k.s.h., a więc nie ma podstaw do zastosowania przepisów Kodeksu cywilnego (art. 58 k.c.) w myśl dyspozycji art.

⁸⁸⁴ Tak np. S. Sołtysiński, *Nieważne...*, *op. cit.*, s. 11 oraz A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 807.

2 k.s.h.⁸⁸⁵ Podobnie wygląda sytuacja jeśli chodzi o podnoszony zarówno przez jednych, jak i drugich argument stabilności stosunków spółki i pewności obrotu prawnego. Zwolennicy koncepcji bezwzględnej nieważności uchwały sprzecznej z prawem (art. 58 § 1 k.c.) oraz deklaratoryjnego charakteru wyroku prawomocnie stwierdzającego jej nieważność korzystają z tego argumentu twierdząc, że przyznanie uchwale sprzecznej z prawem mocy obowiązującej do czasu jej prawomocnego unieważnienia przez sąd (respektowanie jej skutków prawnych do momentu wydania przez sąd prawomocnego wyroku stwierdzającego nieważność uchwały), a więc często przez długi okres czasu zważywszy na obiektywną przewlekłość postępowań sądowych w Polsce, grozi wykonaniem dyspozycji takiej uchwały przez organy spółki – chociażby była ona nie do pogodzenia z literą prawa, a tym samym może prowadzić do nieodwracalnych skutków w obrocie prawnym, co oznacza destabilizację stosunków korporacyjnoprawnych i narusza zasadę praworządności.⁸⁸⁶ Z kolei zwolennicy poglądu, wedle którego sankcja nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. jest odmienna od sankcji bezwzględnej nieważności, zaś eliminacja z obrotu prawnego uchwały WZA dotkniętej tą sankcją następuje dopiero w chwilą uprawomocnienia się orzeczenia sądowego używają argumentu stabilności stosunków spółki podkreślając, że właśnie przyjęcie opozycyjnej koncepcji (bezwzględnej nieważności uchwały sprzecznej z prawem) narusza tę stabilność, gdyż rodzi niebezpieczeństwo manipulowania zarzutem nieważności przez każdego, w każdym czasie i w każdych okolicznościach – niezależnie od kierunku prawomocnego wyroku sądowego orzekającego w sprawie stwierdzenia nieważności kwestionowanej uchwały, którego znaczenie jurydyczne okazuje w takim stanie rzeczy *de facto* żadne.⁸⁸⁷

Analiza poszczególnych argumentów podnoszonych przez judykaturę bądź przedstawicieli doktryny reprezentujących daną stronę w sporze o kwalifikację prawną sankcji nieważności z art. 425 § 1 k.s.h. prowadzi do wniosku, że paradoksalnie żadna z omówionych koncepcji nie stanowi jednoznacznie prawidłowej wykładni problematycznego zagadnienia prawnego (o ile, w ogóle, takowa wykładnia jest możliwa na tle obowiązujących przepisów). Jak słusznie zauważa M. Mataczyński „nie da się na gruncie istniejących przepisów kodeksu spółek handlowych i kodeksu cywilnego sformułować w pełni spójnego stanowiska” odnośnie do charakteru prawnego sankcji nieważności uchwał sprzecznych z

⁸⁸⁵ Tak w szczególności A. Koch, *op. cit.*, s. 9 oraz J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 13. Por także uchwałę siedmiu sędziów SN z dnia 18 września 2013 r., sygn. akt III CZP 13/13, OSNC 2014, Nr 3, poz. 23.

⁸⁸⁶ Zob. np. S. Sołtyński, *Nieważne...*, *op. cit.*, s. 7; a także A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 811.

⁸⁸⁷ Zob. np. A. Koch, *op. cit.*, s. 9; J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 14.

prawem.⁸⁸⁸ Zarówno racje przemawiające za koncepcją promowaną przez jedną stronę sporu, jak i racje przemawiające za stanowiskiem drugiej jego strony są istotne i nie sposób ich całkowicie zdyskredytować w kontekście potrzeby ochrony wartości jakimi są stabilność stosunków korporacyjnoprawnych czy pewność obrotu prawnego.⁸⁸⁹ Jednocześnie wydaje się, że ta swoista dysharmonia w materii oceny charakteru prawnego regulacji art. 425 k.s.h. trwać będzie tak długo, jak długo prawodawca nie podejmie próby skonstruowania bardziej czytelnego i precyzyjnego rozwiązania normatywnego.⁸⁹⁰ Tymczasem, biorąc pod uwagę, w szczególności, niezaprzeczną doniosłość jurydyczną uchwały siedmiu sędziów SN z 1 marca 2007 r.⁸⁹¹, przyjmując można pragmatycznie, że pomimo istnienia dwóch przeciwstawnych sobie koncepcji teoretycznych w zakresie analizowanego zagadnienia prawnego, w obliczu zaistnienia rzeczywistego sporu co do zgodności z prawem i skuteczności powziętej uchwały zgromadzenia udziałowców spółki kapitałowej, jego uczestnicy akceptować będą musieli w praktyce, iż uchwała taka nie jest bezwzględnie nieważna a jej unieważnienie może nastąpić wyłącznie w wyniku prawomocnego wyroku uwzględniającego powództwo o stwierdzenie jej nieważności. Linia orzecznicza w tej kwestii pozostaje bowiem – jak zostało zaprezentowane na wstępie tego fragmentu pracy – wyjątkowo konsekwentna po dzień dzisiejszy i trudno spodziewać się, że w najbliższej przyszłości sądy powszechne czy Sąd Najwyższy zdecydują się na odejście od jej utrwalonego kierunku.⁸⁹²

W końcu, skonkludować należy, że abstrahując od tego, która z przedstawionych koncepcji kwalifikacji prawnej nieważności uchwał sprzecznych z ustawą i funkcji wyroku uwzględniającego powództwo o stwierdzenie tej nieważności jest trafna (i czy w ogóle któraś), wątpliwości jakie budzą *de lege lata* przepisy kodeksu spółek handlowych obowiązujące w tym zakresie oraz zasadniczo nierozstrzygalny spór teoretyczny na tle wykładni tych przepisów powodują, że wiodący z punktu widzenia tej części dysertacji problem badawczy, czyli ocena ważności i skuteczności uchwały WZA powziętej z

⁸⁸⁸ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 198.

⁸⁸⁹ „Trudno nie przyznać równocześnie racji obu cytowanym stanowiskom. Bez wątpienia stabilność stosunków w spółce jest dobrem ze wszech miar wartym ochrony. Stabilności tej mogą zagrażać zarówno wieloletnie utrzymywanie w mocy wadliwych uchwał, jak i łatwość kwestionowania ważności uchwał podjętych przez WZA.” – *Ibidem*, s. 193.

⁸⁹⁰ Np. w postaci wprowadzenia reguły, że wadliwe uchwały zgromadzeń udziałowców spółek kapitałowych są co do zasady wzruszalne, a więc należy respektować ich skutki prawne do czasu prawomocnego wyroku w przedmiocie ich uchylenia, a równocześnie ukształtowania w sposób taksatywny katalogu naruszeń przepisów ustawowych lub wybranych postanowień umowy (statutu) spółki, których zaistnienie byłoby równoznaczne z nieważnością uchwały *ex lege* i *ab initio* – zgodnie z konstrukcją bezwzględnej nieważności z art. 58 k.c. Por. S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 597.

⁸⁹¹ Sygn. akt III CZP 94/06, OSNC 2007, Nr 7-8, poz. 95.

⁸⁹² Tak też A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Sądowa...*, *op. cit.*, s. 31.

naruszeniem regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, staje się jeszcze bardziej skomplikowany jurystycznie i niebezpieczny z praktycznego punktu widzenia. Nie dość bowiem, że samo brzmienie przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej stwarza daleko idące wątpliwości co do kwalifikacji konsekwencji przyjęcia uchwały WZA spółki publicznej w efekcie uwzględnienia, przy obliczaniu wyniku głosowania nad nią, głosów z akcji oddanych wbrew sankcji korporacyjnoprawnej (z art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie wynika wprost czy uchwała przyjęta w ten sposób pozostaje ważna a jej obiektywna treść podlega weryfikacji w trybie powództwa ustalającego z art. 189 k.p.c., czy uchwała taka jest nieważna i należy to stwierdzić na podstawie art. 425 § 1 k.s.h.), to, jeśliby przyjąć za słuszny pogląd, że uchwała taka jest nieważna w rozumieniu art. 425 § 1 k.s.h. (jako sprzeczna z dyspozycją art. 89 ust. 3 w związku z ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej), i tak nie wiadomo, czy jest ona bezwzględnie nieważna (art. 58 § 1 k.c.) i nie wywołuje żadnych skutków prawnych *ab initio*, czy jest względnie nieważna (wzruszalna), a więc podlega unieważnieniu dopiero na mocy prawomocnego wyroku sądu uwzględniającego powództwo z art. 425 § 1 k.s.h. i, co za tym idzie, do chwili uprawomocnienia się takiego wyroku spółka publiczna, członkowie jej organów oraz jej akcjonariusze muszą respektować skutki prawne nieprawidłowo podjętej decyzji gremium akcjonariuszy. Innymi słowy, problem związany z kwalifikacją charakteru prawnego sankcji nieważności określonej w art. 425 k.s.h. potęguje jeszcze bardziej kontrowersje na tle wykładni i stosowania w praktyce regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Wychodząc bowiem z założenia, że uchwała WZA przyjęta z naruszeniem art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest nieważna zgodnie z 425 k.s.h., albo przyzwala się na wykonywanie dyspozycji wadliwej uchwały do momentu jej prawomocnego unieważnienia (w myśl poglądu, że nieważność z art. 425 k.s.h. ma swoisty charakter, a wyrok sądu pełni funkcję konstytutywną), a więc przez cały czas obowiązywania uchwały w obrocie *de facto* promuje się sprzeczne z prawem postępowanie nabywcy znacznego pakietu akcji, który głosował wbrew zakazowi, albo akceptuje się ryzyko, że uchwała taka może być kwestionowana przez każdego, kogo dotyczy już od momentu jej powzięcia (zgodnie z koncepcją, że nieważność z art. 425 k.s.h. jest równoznaczna z bezwzględną nieważnością z art. 58 k.c.), co z kolei może stanowić instrument wielu zamierzonych nadużyć i manipulacji mających na celu zdyskredytowanie statusu prawnego konkretnego akcjonariusza – chociażby faktycznie nie zachodziły w stosunku do niego przesłanki uruchomienia zakazu wykonywania prawa głosu, a tym samym podstawy nieważności uchwały przegłosowanej z jego udziałem. W rezultacie żadna z koncepcji sankcji nieważności wobec uchwały WZA naruszającej regulację art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie stanowi obiektywnie dobrego rozwiązania

prawnego, co w ostatecznym rozrachunku zagraża w praktyce stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce giełdowej oraz bezpieczeństwu (pewności) obrotu prawnego, w którym spółka taka uczestniczy. Analiza relacji kontrowersyjnej regulacji nieważności uchwał sprzecznych z prawem (art. 425 k.s.h.) do nie mniej wątpliwej interpretacyjnie regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej dowodzi zatem wyraźnie słuszności tezy badawczej przyświecającej wywodom prowadzonym w ramach niniejszej rozprawy.

6.3.2. Uchwała nieważna w rozumieniu art. 425 § 1 Kodeksu spółek handlowych a uchwała „nieistniejąca”

Dokonując wnikliwej analizy konsekwencji głosowania przez nabywcę znacznego pakietu akcji wbrew zakazowi z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej oraz uwzględnienia bezprawnie oddanych przez niego głosów przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA (wbrew dyspozycji ustępu 3 tego artykułu), trzeba również rozważyć czy aby w rezultacie takich nieprawidłowości mamy w ogóle do czynienia z uchwałą WZA (ważną albo nieważną w świetle art. 425 § 1 k.s.h.), czy, alternatywnie, nieprawidłowości takie należy uznać za tak dalece istotne, że mamy do czynienia jedynie z pozorem podjęcia uchwały, który „w ogóle nie zasługuje na określenie go mianem uchwały i stanowi byt określany mianem uchwały nieistniejącej”.⁸⁹³ Jeśliby bowiem zaakceptować koncepcję tzw. uchwał „nieistniejących”, o której będzie mowa poniżej, to rozstrzygnięcie przedstawionego zagadnienia miałyby podstawowe znaczenie z punktu widzenia zarówno oceny skutków prawnych badanego stanu faktycznego, jak i wyboru instrumentów prawnych służących dokonaniu tejże oceny – determinowałyby, który spośród dostępnych środków kontroli powinien być zastosowany w celu weryfikacji uchwały powziętej z naruszeniem art. 89 ustawy o ofercie publicznej (czy winno to być wyłącznie powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały – jeżeli odrzucimy teorię uchwał „nieistniejących” i uznamy, że przedmiotowa uchwała pomimo swej rażącej sprzeczności z prawem pozostaje w dalszym ciągu uchwałą, czy jednak winno być to powództwo o ustalenie nieistnienia uchwały – gdy, dzieląc teorię tzw. uchwał „nieistniejących”, uznamy, że uchwała w ogóle nie istnieje, a dokonany akt jest jedynie jej pozorem). W związku z tym, należy omówić zwięźle problematykę tzw. uchwał „nieistniejących”, ukazując równocześnie czym uchwały takie,

⁸⁹³ Por. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 202.

zdaniem zwolenników ich wyodrębnienia, wyróżniają się na tle uchwał nieważnych zgodnie z art. 425 § 1 k.s.h.

W pierwszej kolejności nadmienić wypada, że problematyka tzw. uchwał „nieistniejących” była dotychczas przedmiotem licznych wypowiedzi zarówno w orzecznictwie, jak i w piśmiennictwie.⁸⁹⁴ *Clue* tego zagadnienia, wprawdzie z dozą swego rodzaju ironii, choć wyjątkowo trafnie w ujęciu semiotycznym, oddaje tytuł publikacji autorstwa S. Sołtysińskiego sformułowany w formie pytania „Czy «istnieją» uchwały «nieistniejące» zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni?”.⁸⁹⁵ Rzecz jasna właściwy kierunek odpowiedzi na to pytanie pozostaje sprawą dyskusyjną⁸⁹⁶, a jej definitywne udzielenie nie jest celem niniejszego opracowania, natomiast na potrzeby prowadzonych badań zilustrować należy, co takiego w istocie kryje się pod pojęciem „uchwały nieistniejącej”? Otóż, zdaniem zwolenników potrzeby wyróżnienia konstrukcji uchwał „nieistniejących” (łac. *negotium non existens*) na tle innych kategorii wadliwych uchwał zgromadzeń udziałowców spółek kapitałowych, w praktyce obrotu mogą zaistnieć takie sytuacje, kiedy fundamentalne reguły podejmowania uchwały WZA czy zgromadzenia wspólników zostają naruszone w tak dalece rażący sposób, że w ogóle nie może być mowy o nadaniu takiemu zdarzeniu miana uchwały zgromadzenia.⁸⁹⁷ Zwolennicy koncepcji uchwał „nieistniejących” egzemplifikują zresztą niektóre przypadki rażącego naruszenia reguł podejmowania uchwał, które – w ich opinii – powodują, iż mamy właśnie do czynienia jedynie z pozorem powzięcia uchwały, czyli z tzw. uchwałą „nieistniejącą”. Do tego rodzaju rażących naruszeń zaliczane są tradycyjnie akty głosowania osób niebędących w ogóle

⁸⁹⁴ Zob. np. wyrok SN z dnia 14 kwietnia 1992 r., sygn. akt I CRN 38/92, OSNC 1993, Nr 3, poz. 45; wyrok SN z dnia 7 września 1993 r., sygn. akt II CRN 60/93, OSP 1994, Nr 7-8, poz. 143; wyrok SN z dnia 13 marca 1998 r., sygn. akt I CKN 563/97, OSNC 1998, Nr 12, poz. 205; wyrok SN z dnia 4 stycznia 2008 r., sygn. akt III CSK 238/07, SIP LEX nr 445167; wyrok SN z dnia 12 grudnia 2008 r., sygn. akt II CNP 82/08, SIP LEX nr 503233; postanowienie SN z dnia 25 sierpnia 2016 r., sygn. akt V CSK 694/15, SIP LEX nr 2118455; S. Sołtysiński, *Czy „istnieją” uchwały „nieistniejące” zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni*, PPH 2006, Nr 2, s. 4 i nast.; M. S. Tofel, *Uchwały nieistniejące na gruncie kodeksu spółek handlowych*, PiP 2007, Nr 4, s. 69; J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 10; M. Kruszyński, *Uchwały nieistniejące*, PPH 2008, Nr 7, s. 44; R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 206-207; P. Sobolewski, *Kontrowersje wokół nieistnienia i nieważności czynności prawnej*, PPH 2009, Nr 5, s. 34 i nast.; M. Romanowski, *Czy uchwała zgromadzenia udziałowców spółki kapitałowej sprzeczna z normą dyspozytywną jest sprzeczna z prawem*, PPH 2011, Nr 4, s. 27 i nast.; M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 482.

⁸⁹⁵ S. Sołtysiński, *Czy...*, *op. cit.*, s. 4.

⁸⁹⁶ Część doktryny, na czele z autorem zacytowanego pytania, poddaje koncepcję uchwał „nieistniejących” krytyce i uważa ich wyodrębnienie za całkowicie nieuzasadnione – zob. np. *Ibidem*, a także S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 607-616 oraz A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 823. Z kolei według innej części doktryny uznanie tego typu uchwał jest w pełni zasadne – zob. np. M. S. Tofel, *Uchwały nieistniejące...*, *op. cit.*, PiP 2007, Nr 4, s. 69; J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 10; M. Kruszyński, *op. cit.*, s. 44; R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 206-207; P. Sobolewski, *op. cit.*, s. 34 i nast.; M. Rodzyńkiewicz, *op. cit.*, s. 482..

⁸⁹⁷ Zob. M. Kruszyński, *op. cit.*, s. 47.

wspólnikami (akcjonariuszami) uprawnionymi do głosowania nad uchwałą, uchwały sfalszowane, uchwały podjęte z naruszeniem kworum lub wymaganej większości głosów, uchwały nieobjęte ustalonym porządkiem obrad, uchwały podjęte na nieprawidłowo zwołanym zgromadzeniu, uchwały o niedopuszczalnej treści, a także uchwały niezachowujące wymogów formalnych.⁸⁹⁸ Zatem zdaniem poszczególnych przedstawicieli teorii uchwał „nieistniejących” wystąpienie którejs z wymienionych nieprawidłowości powoduje, że mamy do czynienia z figurą określaną mianem tzw. uchwały „nieistniejącej” i stanowi zarazem swoiste kryterium odróżnienia tej figury od uchwały dotkniętej sankcją nieważności, o jakiej mowa w art. 425 § 1 k.s.h.

Z kolei oponenti koncepcji uchwał „nieistniejących” stoją na stanowisku, że wszelkie, nawet najbardziej rażące, przypadki naruszeń przepisów prawa związanych z podejmowaniem uchwały zgromadzenia udziałowców mieszczą się w zakresie wadliwości, do których eliminacji służą mechanizmy mające swe podstawy normatywne w Kodeksie spółek handlowych, czyli skarga o uchylenie uchwały sprzecznej z postanowieniami umowy (statutu) spółki, bądź skarga o stwierdzenie nieważności uchwały sprzecznej z ustawą.⁸⁹⁹ Co za tym idzie wyodrębnienie przez doktrynę i judykaturę innej kategorii wadliwych uchwał, czyli tzw. uchwał „nieistniejących”, nie jest ani uzasadnione normatywnie, ani potrzebne praktycznie.⁹⁰⁰ W rezultacie „Uchwały określane mianem «nieistniejących», jeśli zafunkcjonowały w obrocie prawnym, to mają charakter uchwał nieważnych, w związku z czym właściwą drogą postępowania będzie wytoczenie powództwa o stwierdzenie ich nieważności”.⁹⁰¹

Abstrahując od oceny rozmaitych argumentów przemawiających za albo przeciwko koncepcji uchwał „nieistniejących”, należy zwrócić uwagę, iż wszelka doniosłość dyskusji na tle tejże koncepcji dotyczy tak naprawdę potencjalnych konsekwencji jej akceptacji w kontekście proceduralnym. W świetle bowiem teorii uchwał „nieistniejących” instrumenty sądowej kontroli, które mogą mieć zastosowanie w stosunku do takich uchwał są odmienne

⁸⁹⁸ Zob. szerzej P. Sobolewski, *op. cit.*, s. 34 i nast. Por też uzasadnienie wyroku SN z dnia 12 grudnia 2008 r., II CNP 82/08, SIP LEX nr 503233.

⁸⁹⁹ Zob. S. Sołtysiński, *Czy..., op. cit.*, s. 4 i nast.

⁹⁰⁰ „Przeciwko koncepcji uchwał nieistniejących przemawiają istotne argumenty normatywne, metodologiczne i funkcjonalne (...) W świetle Konstytucji RP i obowiązujących źródeł prawa ani doktrynie, ani judykaturze nie przysługuje kompetencja do tworzenia i modyfikowania norm ustawy. Tymczasem uznanie wyjątkowo niejasno i różnorodnie rozumianej nazwy «uchwała nieistniejąca» prowadzi do wyłączenie stosowania przepisów regulujących skutki powzięcia uchwały z naruszeniem prawa. (...) Prawotwórczej roli doktryny judykatury na tym polu nie można uzasadnić w drodze wykładni, gdyż w KSH i KC nie ma dla niej punktu oparcia w żadnym przepisie.” – S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B...*, *op. cit.*, s. 607-608; por. także M. Gutowski, *Nieważność czynności prawnej*, Warszawa 2017, s. 59 i nast.

⁹⁰¹ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II...*, *op. cit.*, s. 823.

od tych, które znajdują zastosowanie w stosunku do uchwał nieważnych. Wszak, jak zostało wyjaśnione we wcześniejszych fragmentach rozprawy, kontroli tych ostatnich służy powództwo o stwierdzenie nieważności z art. 425 k.s.h., którego reżim normatywny został ukształtowany na gruncie k.s.h. w dość szczegółowy sposób, wyłączając m.in. możliwość skorzystania z powództwa ustalającego z art. 189 k.p.c. Natomiast, w myśl teorii uchwał „nieistniejących” ów reżim kodeksowy nie może mieć zastosowania do bytów prawnie indyferentnych jakimi są uchwały „nieistniejące”, gdyż dotyczy on wyłącznie uchwał istniejących, pomimo, że są one obciążone pewnymi usterkami. Tym samym ograniczenia wynikające z reżimu regulacji art. 425 k.s.h. nie obejmują przypadków definiowanych przez część doktryny i orzecznictwa mianem tzw. uchwał „nieistniejących”. Ich potencjalne skutki powinny być eliminowane w drodze powództwa o ustalenie z art. 189 k.p.c.⁹⁰²

W związku z tak ukształtowaną problematyką uchwał „nieistniejących” wyjątkowo interesująco – z punktu widzenia przedmiotu badań prowadzonych w ramach niniejszej rozprawy – jawi się stan faktyczny polegający na tym, iż jedynym akcjonariuszem uczestniczącym na WZA spółki publicznej i głosującym nad uchwałami objętymi porządkiem jego obrad jest nabywca znacznego pakietu akcji, który dopuścił się naruszenia obowiązku ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego, a co za tym idzie pozbawiony jest *ex lege* uprawnienia do wykonywania prawa głosu ze wszystkich należących do niego akcji (art. 89 ust. 1 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej). W myśl koncepcji uchwał „nieistniejących” wszystkie uchwały powzięte na tym WZA w wyniku uwzględnienia głosów oddanych bezprawnie przez takiego akcjonariusza – jako osobę nieuprawnioną (dotkniętą sankcją utraty prawa głosu z akcji) – należałoby uznać jedynie za pozory uchwał, a więc byty, których nieistnienie powinno podlegać ustaleniu w oparciu o art. 189 k.p.c. Tymczasem zgodne z najnowszymi poglądami prezentowanymi przez czołowych cywilistów uchwały powzięte w wyniku głosowania przez nieuprawnionego akcjonariusza (naruszające ustawowe wymogi co do większości głosów), mimo, że polegają na poważnym naruszeniu obowiązujących *de lege lata* reguł podejmowania uchwał, pozostają w dalszym ciągu uchwałami i mieszczą się w pojęciu uchwał sprzecznych z prawem, a więc mogą być dotknięte jedynie sankcją nieważności zgodnie z art. 425 § 1 k.s.h.⁹⁰³ W kontekście oceny jurydycznej analizowanego stanu faktycznego trafne wydaje się ostatnie stanowisko. Nawet bowiem według zwolenników teorii uchwał „nieistniejących” bytem indyferentnym zwanym mianem uchwały

⁹⁰² Por. J. Szwaja (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III...*, *op. cit.*, s. 1337.

⁹⁰³ Z. Radwański (w:) Z. Radwański (red.), *op. cit.*, t.2, s. 446-447; S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), M. Litwińska-Werner [et al.], *System prawa prywatnego...*, *op. cit.*, t. 17B, s. 612-616.

„nieistniejącej” nie może być uchwała zgromadzenia uznana za uchwałę przez samą spółkę, tj. formalnie zaprotokołowana jako przyjęta (wpisana do księgi protokołów), chociażby w toku jej podejmowania zaistniały rażące naruszenia prawa.⁹⁰⁴ Za taką należy z kolei uznać każdą z uchwał powziętych z uwzględnieniem przy obliczaniu wyniku głosowania głosów oddanych wbrew zakazowi przez jedynego akcjonariusza uczestniczącego na WZA (objętego sankcją korporacyjną w postaci zakazu wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji). Innymi słowy, ponieważ naruszenie dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej polega właśnie na nieprawidłowym oszacowaniu wyniku głosowania nad uchwałą (uwzględnieniu przy obliczaniu tego wyniku głosów oddanych przez nieuprawnionego akcjonariusza) i zaprotokołowaniu powziętej w ten sposób uchwały, to w analizowanej sytuacji nie może być mowy o uchwale „nieistniejącej”. Uchwały poddane pod głosowanie, w którym bierze udział wyłącznie akcjonariusz nieuprawniony zważywszy na obowiązywanie sankcji z art. 89 ust. 1 pkt 2) ustawy o ofercie publicznej i zaprotokołowane jako powzięte w ten sposób – są zawsze uchwałami sprzecznymi z ustawą i, abstrahując od ewentualności ustalenia obiektywnej treści takich uchwał w trybie art. 189 k.p.c., dotknięte są po prostu sankcją nieważności przewidzianą w art. 425 § 1 k.s.h. W ostatecznym rozrachunku ich skutki prawne powinny być zatem eliminowane z obrotu prawnego w trybie powództwa o stwierdzenie nieważności.

Reasumując, wszelkie rozważania dotyczące dopuszczalności stosowania konstrukcji uchwał „nieistniejących” na gruncie k.s.h. są niezmiernie ciekawe i stwarzają stronom sporu na tym tle szerokie pole do zażartej dyskusji teoretycznej. W ogniu tej dyskusji należy się jednakowoż zgodzić z oponentami teorii uchwał „nieistniejących”, albowiem istotnie każda rażąca nieprawidłowość w toku podejmowania uchwały zgromadzenia udziałowców spółki kapitałowej jest zarazem naruszeniem prawa (naruszeniem postanowień umowy bądź statutu spółki albo naruszeniem przepisów ustawy), a co za tym idzie każda tzw. uchwała „nieistniejąca” jest w sensie jure uchwala sprzeczną z umową (statutem) spółki bądź uchwałą sprzeczną z ustawą, a tym samym jej skutki podlegają ocenie w oparciu o kodeksowy reżim sądowej kontroli uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych.⁹⁰⁵ W rezultacie

⁹⁰⁴ „Przyjmując, że sytuacja, gdy zachowanie wspólników rażąco odbiega od ustawowego modelu uchwały (...) nie jest uchwałą, można dopuścić powództwo oparte na art. 189 k.p.c. w celu ustalenia, czy taki stan faktyczny doprowadził do powstania stosunku prawnego lub prawa. Natomiast, jeżeli sama spółka uznała takie zachowanie za uchwałę i wpisała ją do księgi protokołów (art. 248 i art. 425), należałoby dopuścić możliwość stwierdzenia nieważności takiej uchwały tylko w drodze powództwa przewidzianego w kodeksie spółek handlowych. Traktowanie jako uchwały zachowania odbiegającego od ustawowego modelu uchwały przez samą spółkę skłania do tego, aby taką uchwałę chronić na takich samych zasadach jak każdą inną uchwałę podejmowaną przez zgromadzenie wspólników (walne zgromadzenie).” – J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 10.

⁹⁰⁵ Por. S. Sołtysiński, *Czy..., op. cit.*, s. 11.

stwierdzić należy, że koncepcja tzw. uchwał „nieistniejących” jest irrelevantna dla oceny konsekwencji prawnych przypadku naruszenia zakazu wykonywania prawa głosu z akcji spółki giełdowej, a zarazem uwzględnienia (zaprotokołowania) głosów oddanych przez nabywcę znacznego pakietu jej akcji wbrew temu zakazowi przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA. Skutki prawne tak powziętej uchwały WZA spółki giełdowej powinny być bowiem rozpatrywane tylko i wyłącznie przez pryzmat sankcji nieważności z art. 425 § 1 k.s.h.⁹⁰⁶ Wszelkie próby zastosowania w tym zakresie figury uchwał „nieistniejących” (środków prawnych służących ocenie tej figury) należałoby uznać za symptomy działania *in fraudem legis*. Realizacja zaś takich prób w praktyce oznaczałaby jeszcze poważne zagrożenie dla stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz dla bezpieczeństwa obrotu prawnego niżej opisane w poprzedniej części pracy kontrowersje dotyczące sankcji nieważności z art. 425 § 1 k.s.h.

6.3.3. Nieważność uchwał WZA podjętych z naruszeniem zakazu wykonywania prawa głosu na tle regulacji szczegółowych

Jak zostało wyjaśnione w rozdziale 3 niniejszego opracowania, niezależnie od regulacji sankcji utraty prawa głosu z akcji spółki publicznej unormowanej na gruncie ustawy o ofercie publicznej, prawo rynku kapitałowego przewiduje podobnie skonstruowane sankcje również na gruncie kilku ustaw szczegółowych.⁹⁰⁷ Sankcje te represjonują przypadki naruszeń specjalnych obowiązków związanych z nabywaniem znacznych ilości akcji banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy domu maklerskiego – bez względu na to, czy podmiot taki ma jednocześnie status prawny spółki publicznej, czy też nie. Pomimo zauważalnych podobieństw z sankcją pozbawiającą prawa głosu z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, charakter sankcji mających swe podstawy normatywne w regulacjach szczegółowych polega jednak na kilku oryginalnych rozwiązaniach jurydycznych. Jednym z tych rozwiązań jest jednoznaczne uregulowanie, w przepisach ustaw szczegółowych, natury prawnej skutku głosowania przez akcjonariusza (nabywcę znacznego pakietu akcji banku

⁹⁰⁶ O ile odrzucimy *a limine* koncepcję uprzedniego określenia „obiektywnej” treści uchwały, a więc rzeczywistego kierunku uchwały determinowanego prawidłowym wynikiem głosowania, tj. wynikiem obliczonym z pominięciem głosów irrelevantnych – oddanych przez akcjonariusza pozbawionego prawa głosu. Zob. szerzej pkt 6.2.2.1. powyżej.

⁹⁰⁷ Chodzi o przepisy art. 251 prawa bankowego, art. 94 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 541 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 1061 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi – zob. szerzej pkt 3.6. rozprawy.

krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz domu maklerskiego) nad uchwałą WZA wbrew obejmującej go sankcji.

Otóż, w myśl jednolicie brzmiących przepisów art. 251 ust. 3 prawa bankowego, art. 94 ust. 4 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 541 ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 1061 ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi uchwała WZA, odpowiednio, banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz domu maklerskiego powzięta z udziałem głosów oddanych przez akcjonariusza wbrew ciążącemu na nim zakazowi wykonywania prawa głosu jest nieważna. Jedynie wtedy, kiedy bez uwzględnienia wadliwie oddanych głosów uchwała taka spełnia wymogi kworum oraz większości głosów, zachowuje ona ważność. Jednocześnie prawo wytoczenia powództwa w sprawie stwierdzenia nieważności takiej uchwały WZA przysługuje również KNF, z odpowiednim uwzględnieniem zasad określonych w art. 425 k.s.h.

Przywołane rozwiązania szczegółowe mają charakter osobliwy, tj. trudno doszukiwać się dla nich jakiegokolwiek wzorca bądź analogii w ogólnej regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Konsekwencje prawne powzięcia uchwały WZA banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub domu maklerskiego w wyniku uwzględnienia głosów oddanych przez akcjonariusza wbrew obejmującej go sankcji odebrania prawa głosu z akcji (mającej swą podstawę, odpowiednio, w Prawie bankowym, ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, ustawie o funduszach inwestycyjnych lub ustawie o obrocie instrumentami finansowymi) są jasne i zdecydowanie nie budzą takich wątpliwości, jakie wywołuje w praktyce każdorazowa próba oceny skutków prawnych naruszenia zakazu wykonywania prawa głosu z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej i jednocześnie uwzględnienia głosów oddanych przez akcjonariusza spółki publicznej wbrew temu zakazowi przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA (uchybień dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej). Wszak, zarówno prawo bankowe, ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, ustawa o funduszach inwestycyjnych, jak i ustawa o obrocie instrumentami finansowymi stanowią *expressis verbis*, że uchwały WZA podjęte z naruszeniem zakazu wykonywania prawa głosu z akcji „są nieważne”.⁹⁰⁸ W przeciwieństwie zatem do milczącej na ten temat regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, analizowane unormowania ustaw szczegółowych nie wymagają przeprowadzenia skomplikowanych zabiegów interpretacyjnych w celu dokonania

⁹⁰⁸ Zob. art. 251 ust. 3 *in principio* prawa bankowego, art. 94 ust. 4 *in principio* ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 541 ust. 3 *in principio* ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 1061 ust. 3 *in principio* ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

kwalifikacji skutków prawnych uchwały podjętej w oparciu o bezprawnie oddane głosy z akcji. W rezultacie na tle regulacji szczegółowych przyjmuje się, że „W przypadku podjęcia przez walne zgromadzenie (...) uchwały, przy której podjęciu wykonano prawo głosu z akcji pozbawionych (...) prawa głosu, uchwała taka jest nieważna. Oznacza to, że sąd wyłącznie potwierdza w treści orzeczenia nieważność tej uchwały. Orzeczenie takie ma zatem walor tylko deklaratoryjny.”⁹⁰⁹

Podsumowując, na tle regulacji szczegółowych ustawodawca jednoznacznie określił skutek naruszenia sankcji korporacyjnoprawnej w postaci utraty prawa głosu z akcji (o ile owo naruszenie miało pozytywny wpływ na quorum i większość głosów) – jest nim bezwzględna nieważność podjętej nieprawidłowo uchwały WZA. Jednocześnie prawodawca doprecyzował w przepisach prawa bankowego, ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, ustawie o funduszach inwestycyjnych, a także w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, że nieważność ta podlega stwierdzeniu (potwierdzeniu) na podstawie wyroku sądu orzekającego w trybie art. 425 k.s.h. Z jednej strony konstrukcja analizowanych rozwiązań szczegółowych świadczy więc o niespójności systemowej przepisów prawa rynku kapitałowego wobec podobnych merytorycznie (jeśli nie tożsamy) stanów faktycznych.⁹¹⁰ Z drugiej strony, precyzyjność tej konstrukcji obnaża wady regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, która jest po prostu niekompletna, gdyż brak w niej określenia sposobu podstępowania oraz rodzaju sankcji wobec uchwały WZA spółki publicznej powziętej z naruszeniem dyspozycji ustępu 3 tego artykułu. Też nieścisłości regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie pozwala zresztą jednoznacznie wyeliminować wykładnia prawa, albowiem nawet gdyby zaaprobować pogląd, że uchwała przyjęta w rezultacie uwzględnienia głosów z akcji objętych sankcją z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej podlega stwierdzeniu nieważności w drodze powództwa opartego na art. 425 k.s.h., to przecież w dalszym ciągu nie wiadomo jak należy tę nieważność kwalifikować (czy jako sankcję nieważności *ex lege* i *ab initio*, czy jako sankcję tzw. nieważności względnej –

⁹⁰⁹ Zob. P. Wajda (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 1104. Wprawdzie cytowany autor formułuje swą opinię komentując wyłącznie przepis art. 106l ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jednak zbieżność aksjologiczna i literalna tego konkretnego przepisu z przepisami art. 25l ust. 3 prawa bankowego, art. 94 ust. 4 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej oraz art. 54l ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych pozwala na uniwersalne potraktowanie przytoczonej opinii. Odmiennie zob. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Federowicz [et al.], *op. cit.*, s. 1087. Por. także H. Kosiński (w:) H. Gronkiewicz-Waltz (red.), Izabela Flakiewicz [et al.], *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013, s. 128; G. Sikorski, *Prawo Bankowe. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 92; P. Wajda (w:) P. Wajda, M. Szczepańska (red.), B. Baluta [et al.], *Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 437-438; R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), G. Borowski [et al.], *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 290.

⁹¹⁰ Tak też M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 207.

wzruszalności).⁹¹¹ Analiza kształtu regulacji szczegółowych w zakresie wyraźnego zdefiniowania sankcji (bezwzględnej nieważności) wobec uchwał walnych zgromadzeń podjętych z symptomatycznym udziałem akcjonariusza pozbawionego prawa głosu z akcji utwierdza zatem w przekonaniu, iż regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest nieprecyzyjna, a co za tym idzie może destabilizować stosunki korporacyjnoprawne w spółce publicznej i stanowić realne zagrożenie dla pewności obrotu prawnego.

6.4. Wnioski

Problem konsekwencji prawnych faktycznego oddania głosów na WZA spółki publicznej przez akcjonariusza dotkniętego sankcją korporacyjnoprawną z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a zarazem uwzględnienia (zaprotokołowania) tych głosów przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA przedstawia się rzeczywiście poważnie, w szczególności, że „prewencyjne” zapobieżenie takiemu naruszeniu prawa jest najczęściej skazane na porażkę, gdyż *de lege lata* brak wyraźnego instrumentu prawnego dedykowanego „wyegzekwowaniu” przedmiotowej sankcji w sposób dynamiczny i niebudzący ogólnych wątpliwości.⁹¹² Wydawać by się mogło, że z pomocą w tym zakresie przychodzi przepis art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, którego hipoteza polega w istocie na tym problemie. Niestety, głębsza analiza tego przepisu prowadzi do wniosku, iż jest on regulacją niepełną, gdyż jego dyspozycja stanowi jedynie, że głosów z akcji oddanych wbrew zakazowi nie należy uwzględniać przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą, natomiast nie odnosi się w ogóle do tego, jak należy postępować w sytuacji, kiedy głosy te nie zostaną jednak pominięte przy obliczaniu wyniku głosowania i, co gorsza, zaważą na kierunku uchwały, która zostanie jednocześnie zaprotokołowana jako powzięta (albo niepowzięta). Regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie porusza przy tym w ogóle kwestii skutków prawnych opisanej sytuacji – milczy na temat tego czy nieprawidłowo podejmowana uchwała jest ważna, czy nieważna ani nie precyzuje, przy użyciu jakich środków prawnych trzeba zweryfikować tę wadliwą uchwałę i wynikające z niej nakazy lub zakazy.

Przeprowadzona w tym rozdziale dysertacji analiza teoretycznoprawna wykazała, że zarówno doktryna, jak i orzecznictwo starają się wypracować mechanizm kontroli i oceny takich uchwał w oparciu o istniejące środki materialno- i proceduralnoprawne. Z jednej

⁹¹¹ Por. wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144. W kontekście sporu w doktrynie i judykaturze na tle kwalifikacji charakteru prawnego nieważności z art. 425 k.s.h. zob. szerzej rozważania w pkt 6.3.1.4. powyżej.

⁹¹² Por. rozważania w rozdziale 5 niniejszej pracy, ze szczególnym uwzględnieniem pkt 5.3.5.2.

strony, w literaturze przedmiotu prezentowana jest propozycja polegająca na konieczności określenia tzw. „obiektywnej” treści uchwały, nad którą głosował akcjonariusz dotknięty sankcją „ubezględniania” akcji.⁹¹³ Powinno to nastąpić w drodze powództwa ustalającego (art.189 k.p.c.), gdyż – zdaniem autorów tej propozycji – głosy oddane wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej są irrelevantne prawnie, a co za tym idzie należy ustalić rzeczywisty (zgodny z prawem) kształt uchwały z pominięciem takich głosów. Jednocześnie w myśl tej koncepcji ani oddanie głosów wbrew zakazowi z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej, ani późniejsze uwzględnienie tych głosów przy obliczeniu wyniku głosowania nad uchwałą – wbrew dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej – nie daje zasadniczo podstaw do stwierdzenia jej nieważności, choć powództwo o stwierdzenie nieważności może służyć do wyeliminowania z obrotu prawnego uchwały, której „obiektywna” treść została uprzednio ustalona na podstawie art. 189 k.p.c. Z drugiej strony, zarówno w piśmiennictwie, jak i w judykaturze, promowany jest pogląd, wedle którego uchwała WZA podjęta z naruszeniem zakazu wykonywania prawa głosu z akcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest po prostu nieważna (jeśli prawa głosu wykonane wbrew zakazowi miały wpływ na wynik głosowania lub na treść uchwały), a nieważność ta podlega stwierdzeniu wyłącznie w drodze postępowania wytoczonego na podstawie art. 425 § 1 k.s.h.⁹¹⁴

Obie koncepcje kwalifikacji konsekwencji wzięcia pod uwagę głosów oddanych wbrew zakazowi z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej przy oszacowaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki giełdowej budzą jednak wątpliwości jurydyczne, a ich konfrontacja z obowiązującymi przepisami prawa prowadzi do wniosku, że stanowią one, przede wszystkim, przejaw prawotwórczych inklinacji doktryny i orzecznictwa. *De lege lata* nie istnieją bowiem wyraźne podstawy prawne uzasadniające którąkolwiek postać konsekwencji, za którymi opowiadają się omówione koncepcje określające sposób postępowania w celu ich weryfikacji. Teorii zakładającej dopuszczalność ustalenia rzeczywistej treści uchwały zgodnie z art. 189 k.p.c. – jakkolwiek cechuje ją wiele uniwersalnych walorów, jak np. możliwość ustalenia istnienia uchwały WZA w obliczu, gdy nie uzyskała ona wymaganej większości głosów (tzw. uchwała „negatywna”) na skutek naruszenia dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej – zarzucić należy, przede wszystkim, iż stoi ona w sprzeczności z wyłączeniem z art. 425 § 1 zd. 2 k.s.h., w myśl

⁹¹³ Zob. M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36; a także K. Haładaj, *Komentarz...*, *op. cit.*, s. 514-515

⁹¹⁴ Zob. w szczególności wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144, a także M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, *op. cit.*, s. 207-208; D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377.

którego przepisu art. 189 k.p.c. nie stosuje się w odniesieniu do uchwał walnych zgromadzeń. Z kolei koncepcji, wedle której wyłącznym środkiem ochrony przed ujemnymi skutkami korporacyjnoprawnymi naruszenia zakazu wykonywania prawa głosu z akcji jest powództwo z art. 425 § 1 k.s.h. o stwierdzenie nieważności uchwały powziętej z udziałem głosów oddanych wbrew temu zakazowi, zarzucić można, w szczególności, brak uniwersalnego zakresu zastosowania (powództwo o stwierdzenie nieważności dotyczyć może tylko uchwały powziętej – nie ma racji bytu w odniesieniu do stanów faktycznych zwanych mianem tzw. uchwał „negatywnych”) oraz fundamentalną nieprecyzyjność, jeśli chodzi o charakter prawny sankcji, o której mowa w art. 425 § 1 k.s.h., a także o funkcję prawomocnego wyroku mającego tę sankcję stwierdzić. Ponadto, każdej z przedstawionych koncepcji zarzucić można, iż promowany przez nią środek prawny jest nieadekwatny do dynamiki oraz potrzeb praktyki obrotu na rynku giełdowym. Zarówno bowiem powództwo ustalające z art. 189 k.p.c., jak i jego szczególna postać ukształtowana w art. 425 § 1 k.s.h. – będąc środkami o charakterze procesowym – polegają na sądowej weryfikacji naruszenia przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a więc ponad wszelką wątpliwość stanowią instrumenty, które praktycznie rzecz biorąc nie gwarantują dynamicznego rozstrzygnięcia analizowanego problemu, a wręcz przeciwnie, cechująca je przewlekłość (postępowania sądowego) może powodować, iż skutki prawne nieprawidłowości zaistniałych w toku podejmowania uchwały WZA trwać będą w rzeczywistości tak długo, że ich wyeliminowanie z obrotu prawnego może okazać się po prostu niemożliwe.

Kontrowersji na tle potencjalnych metod oceny konsekwencji oddania głosów na WZA spółki publicznej przez nabywcę znacznego pakietu akcji objętego sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest więcej. Powyższe rozważania dowiodły bowiem również, że część przedstawicieli doktryny, jak i współczesna judykatura dostrzegają – w razie zaistnienia rażących naruszeń reguł podejmowania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych – potrzebę wyróżnienia kategorii tzw. uchwał „nieistniejących”.⁹¹⁵ Ponieważ zwolennicy rzeczonyj kategorii uchwał uważają za takowe rażące naruszenia m.in. przypadki takie, jak głosowanie nad uchwałą przez nieuprawnione osoby lub powzięcie uchwały pomimo braku uzyskania wymaganej większości głosów, to badana nieprawidłowość, polegająca na tym, iż w głosowaniu nad uchwałą WZA spółki giełdowej bierze czynny udział akcjonariusz

⁹¹⁵ Zob. np. M. S. Tofel, *Uchwały nieistniejące...*, *op. cit.*, PiP 2007, Nr 4, s. 69; J. Frąckowiak, *op. cit.*, s. 10; M. Kruszyński, *op. cit.*, s. 44; R. Czerniawski, *Walne...*, *op. cit.*, s. 206-207; P. Sobolewski, *op. cit.*, s. 34 i nast.; wyrok SN z dnia 4 stycznia 2008 r., sygn. akt III CSK 238/07, SIP LEX nr 445167. Szerzej nt. teorii uchwał „nieistniejących” zob. pkt 6.3.2. powyżej.

pozbawiony prawa głosu z akcji, a oddane przez niego bezprawnie głosy determinują kierunek uchwały, może zostać uznana za uchybienie czyniące daną uchwałę „nieistniejącą”. To zaś oznaczałoby, że jedynym środkiem prawnym ochrony przed realnymi konsekwencjami wykonania takiej pozornej uchwały byłoby powództwo mające na celu podważenie faktu istnienia takowej uchwały (art. 189 k.p.c.). Niemniej jednak, dokładna analiza treści art. 425 k.s.h. (ze szczególnym uwzględnieniem paragrafu 1 zd. 2 tego artykułu – „Przepisu art. 189 Kodeksu postępowania cywilnego nie stosuje się.”) oraz przeważającego w doktrynie i judykaturze poglądu o zupełności i autonomiczności regulacji k.s.h. dotyczącej kwestionowania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych, dała asumpt do sformułowania wniosku, iż figura tzw. uchwał „nieistniejących” jest nieuzasadniona normatywnie, a dopuszczenie możliwości wytoczenia powództwa z art. 189 k.p.c. w odniesieniu do uchwały „nieistniejącej” uznać należy za zabieg służący obejściu przepisów rangi ustawowej (art. 425 k.s.h.), jakkolwiek nie byłyby one kategoryczne w swym kształcie.

Istotne wnioski z punktu widzenia oceny skutków prawnych uchwały WZA spółki giełdowej powziętej z uwzględnieniem głosów z akcji oddanych wbrew sankcji korporacyjnoprawnej płyną również z przeprowadzonej w ujęciu systemowym analizy dogmatycznoprawnej. Wykazała ona bowiem, że wobec podobnych przypadków uchybień w toku podejmowania uchwał walnych zgromadzeń spółek akcyjnych będących bankami, zakładami ubezpieczeń, towarzystwami funduszy inwestycyjnych lub domami maklerskimi, przepisy ustaw szczegółowych przewidują *expressis verbis* sankcję nieważności uchwały, która podlega stwierdzeniu w oparciu o art. 425 k.s.h. (chyba, że uchwała taka spełnia wymogi kworum oraz większości głosów także po odjęciu bezprawnie oddanych głosów).⁹¹⁶ Z jednej strony postulat systemowej wykładni prawa spółek i rynku kapitałowego nakazuje zatem uznać, iż *per analogiam* również w przypadku uchwały WZA spółki publicznej, nad którą głosował akcjonariusz pozbawiony prawa głosu z akcji (na podstawie art. 89 ustawy o ofercie publicznej) mamy do czynienia z uchwałą nieważną, a jedynym mechanizmem prawnym umożliwiającym potwierdzenie tejże nieważności jest powództwo o stwierdzenie nieważności z art. 425 k.s.h. Z drugiej strony jednak, założenie, iż prawodawca jest racjonalny nakazuje interpretować literalny brak podobnego – precyzyjnego, jak ma to miejsce na tle regulacji szczegółowych – unormowania skutków prawnych analizowanych uchybień pośród przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej jako świadomy zabieg legislacyjny, który ma właśnie świadczyć o tym, iż uchwała WZA spółki publicznej, pomimo,

⁹¹⁶ Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wpływ..., op. cit.*, s. 20-21.

iż została powzięta w wyniku uwzględnienia głosów oddanych wbrew zakazowi, nie jest obciążona sankcją nieważności (choć zarazem brak pośród tych przepisów określenia jakiegokolwiek innego skutku omawianych nieprawidłowości). Niewątpliwie oba sposoby interpretacji dają do myślenia, choć różnorodność stanu prawnego normującego podobne stany faktyczne świadczy głównie o niedoskonałości regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej oraz o systemowym braku konsekwencji prawodawcy, co w ostatecznym rozrachunku, z potencjalną szkodą dla spółek publicznych i ich otoczenia korporacyjnego, zagraża stabilności relacji pomiędzy uczestnikami tego środowiska, jak również pewności obrotu prawnego (giełdowego), w którym biorą oni czynny udział.

Na tle powyższych wniosków na pierwsze miejsce wysuwa się rudymetarna konkluzja, iż regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej stanowi dalece nieprecyzyjny mechanizm sankcyjny. Nawet bowiem rezultaty rozmaitych wykładni prawniczych tejże regulacji nie dają jasnej odpowiedzi na pytanie o konsekwencje postępowania naruszającego sankcję w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji. Tymczasem badana regulacja, skoro już ingeruje w niezwykle newralgiczną materię korporacyjnoprawną, czyli w prawo głosu akcjonariusza, winna być wyczerpująca i dostarczać *expressis verbis* rozwiązanie normatywne także na okoliczność zlekceważenia przez akcjonariusza zakazu, który go dotyczy (oddania przez niego głosów z akcji pomimo zastosowania sankcji z art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej), a zarazem uwzględnienia bezprawnie oddanych przez niego głosów na potrzeby ustalenia wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki publicznej (wbrew dyspozycji art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej). Nieprawidłowości te nie zostały jednak *de lege lata* objęte sprecyzowanymi konsekwencjami, choć zdawać by się mogło, że – ze względu na dobro ze wszech miar chronione jakim jest stabilność stosunków w spółce – powinny być im przypisane na gruncie normatywnym konkretne skutki (sankcje) prawne wraz z określeniem trybu ich egzekwowania. Wszak przyjęcie pragmatycznej postawy na tle analizowanej problematyki daje asumpt do uznania powództwa o stwierdzenie nieważności z art. 425 k.s.h za dopuszczalny środek kontroli opisanych nieprawidłowości w toku podejmowania uchwały WZA, to jednak wskazanie na ten środek prawny jako instrument ostatecznego egzekwowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej (eliminacji ujemnych konsekwencji naruszenia regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej) wynika wyłącznie z daleko idących zabiegów interpretacyjnych oraz praktycznej potrzeby dokonania jakiegokolwiek wyboru w tym zakresie. W każdym więc razie, powyższe obserwacje świadczą o tym, iż potrzebna jest ingerencja prawodawcy w treść przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej tak, aby definiowały one sankcję wobec uchwały WZA spółki

giełdowej powziętej (albo niepowziętej) z naruszeniem dyspozycji ust. 3 tego artykułu, a także określały instrument prawny, który pozwalał będzie tę sankcję dynamicznie stwierdzać w praktyce. Przepisy te stanowiłyby, w końcu, o możliwości ostatecznego egzekwowania istotnej sankcji korporacyjnoprawnej.

Zakończenie

Trwająca i wciąż nierozstrzygnięta dyskusja teoretyczna oraz obserwowane problemy praktyczne – na tle środków prawnych kontroli i oceny prawidłowości realizacji obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych, a przede wszystkim, na tle zakresu i stosowania (egzekwowania) grożącej za ich naruszenie sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej – dały asumpt do kompleksowego przeanalizowania materii korporacyjnoprawnych skutków naruszenia tychże obowiązków. W szczególności zaś własne przemyślenia wynikające z doradztwa prawnego świadczonego na rzecz akcjonariuszy legitymujących się znacznymi ilościami akcji spółek giełdowych oraz z rozmaitych komplikacji praktycznych napotykanych przy okazji obsługi prawnej walnych zgromadzeń tych spółek stały u podstaw podjęcia niełatwej próby rozwiązania problemu badawczego, który charakteryzują poszczególne pytania zadane na wstępie rozprawy, a w rezultacie wykazania założonej tezy badawczej, iż niedoskonałość regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej zagraża stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz bezpieczeństwu obrotu prawnego prowadzonego przez taką spółkę. Próba ta przeprowadzona została w oparciu m.in. o: (i) identyfikację poszczególnych obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych przez pryzmat przepisów je kształtujących oraz ich (ekonomicznego) *ratio legis*, (ii) określenie rozmaitych ujęć stanów naruszenia tych obowiązków – pomimo braku ich zdefiniowania przez prawodawcę – oraz rozważenie możliwości samodzielnej sanacji takich stanów, (iii) analizę sankcji korporacyjnoprawnej w formie ograniczenia lub całkowitego pozbawienia akcjonariusza prawa głosu inkorporowanego w akcji, a przeto, ustalenie jej fragmentarycznego wpływu na inne uprawnienia ucieleśnione w akcji, jej nadzwyczaj szerokiego zasięgu (w tym wątpliwego wymiaru czasowego) oraz jej częściowej niezgodności z konstytucyjną zasadą ochrony praw słusznie nabytych, (iv) zreferowanie – w celach komparatystycznych – odpowiednich rozwiązań normatywnych obowiązujących w zagranicznych porządkach prawnych, (v) zbadanie mechanizmów związanych z dopuszczeniem akcjonariusza do udziału w WZA spółki publicznej oraz z organizacją tego zgromadzenia; (vi) ujemną ocenę możliwości *de lege lata* akcjonariuszy, zarządu, przewodniczącego WZA, notariusza czy KNF odnośnie do stwierdzenia aktualizacji istotnej sankcji korporacyjnoprawnej i, co za tym idzie, do jej praktycznego „wyegzekwowania” przed rozpoczęciem WZA spółki publicznej lub w jego trakcie, (vii) przyjęcie możliwości „prewencyjnego” stwierdzenia przez sąd powszechny w

trybie powództwa z art. 189 k.p.c. istnienia lub nieistnienia prawa danego akcjonariusza do wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej – jako wyłącznego, lecz nienadążającego za dynamiką obrotu prawnego, środka uprzedniej ochrony przed ujemnymi konsekwencjami głosowania wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, (viii) przeanalizowanie skutków naruszenia zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, czyli *de facto* oddania utraconych głosów z akcji w ramach głosowania nad uchwałą WZA spółki giełdowej oraz uwzględnienia (zaprotokołowania) takich głosów przy obliczeniu wyniku głosowania nad taką uchwałą – pomimo dyspozycji ich pominięcia zgodnie z art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, (xix) skonfrontowanie prawotwórczych teorii doktryny i judykatury w kwestii trybu weryfikacji treści, kierunku i ważności uchwały WZA głosowanej z uwzględnieniem głosów z akcji oddanych wbrew zakazowi oraz natury prawnej sankcji mającej zastosowanie wobec takiej uchwały – z całkowicie milczącym na ten temat art. 89 ustawy o ofercie publicznej.

Rozważania przeprowadzone w pierwszej części rozprawy pokazały, że obowiązki związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych nie bez przyczyny uznawane są za jedną z tych instytucji prawnych rynku kapitałowego, które stanowią o jego ładzie i efektywnym funkcjonowaniu. Nie bez kozery mają one również podstawowe znaczenie dla stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółkach publicznych oraz prowadzonego w ich otoczeniu obrotu prawnego. W rozprawie przyjąłem stanowisko, że do ścisłej klasyfikacji tych obowiązków zaliczają się obowiązki notyfikacyjne – informacyjne, o których mowa w art. 69-70 ustawy o ofercie publicznej, a także obowiązki związane z ogłaszaniem i przeprowadzaniem tzw. wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub na zamianę akcji spółki publicznej (ich zasadniczą podstawę prawną stanowią przepisy art. 73 i art. 74 ustawy o ofercie publicznej).

Analiza mechanizmu powinności notyfikacyjnych – informacyjnych spoczywających na akcjonariuszach oraz na spółkach publicznych wykazała, iż gwarantuje on dostęp do aktualnych i rzetelnych danych na temat struktury akcjonariatu takiej spółki oraz jej planowanych zmian, zapewniając w efekcie powszechną transparentność w tej materii, a więc wiedzę niezbędną do podjęcia prawidłowej decyzji inwestycyjnej na rynku papierów wartościowych. Tym samym obowiązki polegające na ujawnianiu stanu posiadania znacznych ilości akcji spółek giełdowych niwelują ryzyko utraty kapitału na skutek podejmowania decyzji inwestycyjnej bez wyczerpującej wiedzy, stanowiąc swego rodzaju standard, dzięki

któremu wzrasta stabilność relacji korporacyjnoprawnych w spółkach giełdowych, a także ogólne zaangażowanie inwestorów na rynku giełdowym.⁹¹⁷

Z kolei szerokie omówienie wymogów w zakresie ogłaszania i przeprowadzania tzw. wezwań na akcje potwierdziło, że służą one, przede wszystkim, ochronie interesów akcjonariuszy (mniejszościowych) w obliczu próby przejęcia kontroli nad spółką publiczną przez dominującego gracza, urzeczywistniając sposobność wyjścia (ang. *exit right*) z majoryzowanej spółki na równych i godziwych (ekonomicznie) zasadach przez wszystkich jej dotychczasowych udziałowców. Wykazano również, że w określonych przypadkach instytucja wezwania majoryzacyjnego może stanowić instrument, którego skutki ekonomiczne dają asumpt do przedsięwzięcia przez akcjonariusza większościowego złożonego procesu wycofania akcji spółki giełdowej z zorganizowanego obrotu (ang. *going private*). Kolejnym etapem takiego procesu jest przeprowadzenie procedury przymusowego wykupu akcji spółki publicznej, która, jak zostało wyraźnie zasygnalizowane, budzi wątpliwości na tle jej zgodności z Konstytucją RP (ingerencja w prawo własności pozostałych w zmajoryzowanej spółce publicznej akcjonariuszy niezależnie od ich zgody i, co do zasady, bez prawa do sądu), a jego zwieńczeniem rematerializacja akcji takiej spółki, poprzedzona wezwaniem z art. 91 ust. 6 ustawy o ofercie publicznej. Ponadto, zbadane *ratio legis* wezwań na akcje tłumaczy pobudki ograniczenia tradycyjnie rozumianej swobody umów i swobody obrotu prawami majątkowymi w sferze majoryzacji spółki publicznej. Zważywszy, że propozycja nabycia (zamiany) akcji stanowiąca przedmiot wezwania na akcje ma zasadniczo charakter oferty w rozumieniu art. 66 k.c., to akcjonariusze, do których owa propozycja jest adresowana, występując w swoistej roli oblatów, zyskują wybór co do tego czy pozostaną w zmajoryzowanej strukturze korporacyjnej, czy, chociażby ze względu na obawę utraty płynności akcji spółki (a w konsekwencji możliwy spadek ich wartości), zrezygnują z dalszego uczestnictwa w jej akcjonariacie – wedle własnego wyboru – nie odpowiadając na wezwanie ogłoszone przez podmiot zmierzający do przejęcia kontroli albo dokonując w odpowiedzi na nie odpowiedniego zapisu. Jednocześnie wykładnia funkcjonalna doprowadziła do wniosku, że pomimo swej zasadniczej funkcji w postaci umożliwiania dotychczasowym akcjonariuszom ograniczenia ich udziału w spółce publicznej, nad którą jest przejmowana kontrola, regulacje poświęcone tzw. wezwaniom na akcje powinny być również adekwatne do specyfiki danego rynku regulowanego. Nasz rynek giełdowy charakteryzuje się spółkami publicznymi o skoncentrowanym akcjonariacie, a zarazem rzeszą inwestorów,

⁹¹⁷ Tak też w kontekście obowiązków informacyjnych emitentów R. F. Szymański, K. Kocemba, *op. cit.*, s. 14.

którzy traktują swoje, chociażby niewielkie, zaangażowanie w spółkach giełdowych jako długoterminową lokatę kapitału – nie bacząc na to jak prezentuje się w danej chwili akcjonariat danej spółki, lecz na to jaką stopę zwrotu zapewni im alokacja nadwyżki pieniężnej w przedsięwzięcia gospodarcze spółki na przestrzeni wielu miesięcy albo lat. W związku z tym obowiązujący *de lege lata* model regulacji wezwań na akcje (polegający na wyróżnieniu dwóch progów, tj. 33% i 66% ogólnej liczby głosów, których zamiar przekroczenia wiąże się z koniecznością ogłoszenia propozycji nabycia akcji, przy czym dopiero zamiar przekroczenia tego wyższego powoduje powstanie obowiązku złożenia propozycji nabycia wszystkich pozostałych akcji spółki giełdowej) uznałem za dostosowany do realiów polskiego rynku giełdowego, a nadto realizujący w sposób uniwersalny postulat ochrony interesów różnych grup akcjonariuszy. Przyjęty model, z jednej strony, zapewnia szansę wyjścia ze zdominowanej korporacji tym spośród akcjonariuszy, którzy nie chcą w niej pozostać, a, z drugiej strony, dba o wartość inwestycji poczynionej przez tych, którzy preferują pozostać akcjonariuszami w zmajoryzowanej spółce.⁹¹⁸ Nie podzieliłem zatem przeważających w piśmiennictwie poglądów, które polegają na jednoznacznej krytyce konstrukcji wezwań majoryzacyjnych ustanowionej na gruncie ustawy o ofercie publicznej – ze względu jedynie na jej potencjalną niezgodność z wzorcowymi unormowaniami prawa unijnego (art. 5 dyrektywy ws. ofert przejęcia).⁹¹⁹

Naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych sklasyfikowałem w sposób systematyczny, tj. osobno w odniesieniu do obowiązków notyfikacyjnych oraz do obowiązków dotyczących wezwań na akcje. Przeprowadzona analiza umożliwiła nie tylko zreferowanie poszczególnych przypadków naruszeń wspomnianych obowiązków – albowiem nie zostały one normatywnie stypizowane – ale, w szczególności, wykazanie, że nie każdą nieprawidłowość należy kwalifikować jako przesłankę aktualizacji dolegliwej sankcji korporacyjnoprawnej w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji. Przyjąłem, że naruszeniem obowiązku notyfikacyjnego jest *de iure* brak dokonania zawiadomienia, o którym mowa w art. 69 ust. 1 i 2 ustawy o ofercie publicznej, a także rozmaite wady formy lub treści tego zawiadomienia – o ile mają tak doniosłą postać, że ich wystąpienie pozbawia dany komunikat funkcjonalności (przydatności) z punktu widzenia jego beneficjentów. Uznałem również za naruszenie przedmiotowego obowiązku przypadek jego spóźnionego wykonania, niemniej jednak ze względu na cel badanej regulacji nie dostrzegłem

⁹¹⁸ Por. A. Chłopecki (w:) A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa..., op. cit.*, s. 420.

⁹¹⁹ Zob. np. G. Domański, M. Goszczyk, *Nabycie..., op. cit.*, s. 17; K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 432; M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 413-418.

potrzeby dyscyplinowania takiego przypadku zakazem wykonywania prawa głosu z akcji w sposób trwały. Otóż w chwili spóźnionego dokonania zawiadomienia przez nabywcę znacznego pakietu akcji jego beneficjenci zostają zaspokojeni jeżeli chodzi o dostęp do informacji na temat zaistniałej zmiany stanu posiadania w spółce publicznej, a tym samym w chwili tej ustaje potrzeba (przesłanka) utrzymywania w mocy sankcji zakazującej wykonywania prawa głosu z akcji. W odpowiedni sposób (posługując się analogicznymi kryteriami oceny nieprawidłowości) ująłem przypadki naruszeń obowiązku polegającego na ogłoszeniu i przeprowadzeniu wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, z tym zastrzeżeniem, że przeprowadzona analiza wykazała, iż na tle tego obowiązku prawodawca zdefiniował *expressis verbis* jeden przypadek naruszenia, z którym wiąże się *ex lege* uruchomienie sankcji korporacyjnoprawnej, a mianowicie nabycie akcji będących przedmiotem ogłoszonego wezwania po cenie ustalonej w sposób sprzeczny z wymogami przewidzianymi w art. 79 ustawy o ofercie publicznej (art. 89 ust. 1 pkt 3) tejże ustawy). Określenie wyłącznie tego jednego przypadku naruszenia stanowi dowód na to, iż regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest wewnątrznie niespójna, a ustawodawca mógłby pokusić się o skatalogowanie wszystkich stanów naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, które *ex lege* aktualizują sankcję utraty prawa głosu z akcji. Z pewnością znacznie ułatwiłoby to kwalifikację określonych zachowań lub zaniechań jako naruszenia badanych obowiązków, ograniczając zarazem pole do nadużyć w tym zakresie. Uznałem również, że ze względu na wyjątkową złożoność i niejasność poszczególnych regulacji rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej oraz nadzwyczaj dolegliwą w swych skutkach sankcję korporacyjnoprawną, która grozi za naruszenia obowiązków ustanowionych na gruncie tego rozdziału ustawy o ofercie publicznej, ocena każdego naruszenia powinna być dokonywana nie tylko w oparciu o obiektywne stwierdzenie bezprawności danego działania lub zaniechania, lecz również przez pryzmat winy osoby zobowiązanej do wykonania danego obowiązku – w jej ścisłym znaczeniu (subiektywny element winy). Wszak przepisy ustawy o ofercie publicznej, co do zasady, nie odnoszą się do kwestii winy nabywcy znacznego pakietu akcji jako kryterium oceny naruszeń obowiązków uregulowanych w rozdziale 4 tej ustawy, jednakże uznałem, że korporacyjnoprawny charakter sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej uzasadnia sięgnięcie, w drodze analogii, do odpowiednich unormowań prawa cywilnego (prawa zobowiązań) poświęconych problematyce winy osoby zobowiązanej. W rezultacie, przeprowadzony na tym tle wywód dał asumpt do przyjęcia stanowiska, że naruszenie obowiązku czy to notyfikacyjnego, czy polegającego na ogłoszeniu wezwania na akcje powinno być zawinione (kwalifikowane na zasadzie winy). Innymi słowy, wykazane

zostało, że w celu nałożenia na akcjonariusza zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, stanowiącego sankcję za naruszenie konkretnego obowiązku, akcjonariuszowi temu powinna zostać przypisana wina, która może przybrać postać winy umyślnej albo niedbalstwa oznaczającego, że akcjonariusz – pomimo braku wyjątkowych okoliczności uzasadniających ekskulpację (jak np. nagły wypadek, ciężkie zachorowanie czy inne nieprzewidziane i niezależne od samego akcjonariusza zdarzenia) – nie dołożył należytej staranności w ramach realizacji spoczywającego na nim obowiązku ustawowego, przy czym ów miernik należytej staranności wyznaczać w tym zakresie powinien model zachowania racjonalnego znaczącego inwestora, czyli takiego inwestora, który legitymuje się podstawową wiedzą w zakresie m.in. standardów prawnych obowiązujących na forum obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych, a zarazem dąży do ich przestrzegania. Zajęte stanowisko pozostaje zresztą w zgodzie z zasadami współzycia społecznego, z którymi z kolei, w wymiarze *stricte* słusznościowym, klóciłoby się odebranie nabywcy znacznego pakietu prawa do udowodnienia braku zawinienia (ekskulpacji) w dokonanym naruszeniu, świadczące *de facto* o błędnym utożsamianiu winy w znaczeniu podmiotowym z obiektywnie weryfikowalną bezprawnością. Ponadto, przeprowadzona wykładnia systemowa i teleologiczna dały asumpt do przyjęcia stanowiska, że każdy przypadek naruszenia (zarówno obowiązku notyfikacyjnego, jak i ogłoszenia wezwania na akcje), którego konsekwencją jest zakaz wykonywania prawa głosu z akcji może zostać samodzielnie naprawiony przez akcjonariusza – nabywcę znacznego pakietu akcji, który dopuścił się wcześniej uchybienia.⁹²⁰ Celem instytucji prawnych związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji jest bowiem doprowadzenie do stanu, w którym dany obowiązek jest ostatecznie zrealizowany, zaś dla osiągnięcia tego celu konieczne jest zapewnienie akcjonariuszowi, który pierwotnie dopuścił się uchybienia, bodźca w postaci dopuszczenia możliwości sanacji dokonanego przez niego naruszenia, a wraz z nią uchylenia zakazu pozbawiającego go prawa głosu z akcji. Uwzględnione przeze mnie rozumowanie nie wynika rzecz jasna z brzmienia regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej, którego literalna wykładnia może skłaniać do przeciwnego wniosku, iż sanacja pierwotnego stanu naruszenia obowiązku spoczywającego na nabywcy znacznej ilości akcji spółki publicznej jest niedopuszczalna. Uważam natomiast, że wniosek taki jest nie do pogodzenia z postulatem proporcjonalności omawianej regulacji, który *de iure* wyklucza trwale utrzymywanie w mocy sankcji korporacyjnoprawnej w obliczu eliminacji przesłanek jej zastosowania. Dlatego ze wszech miar pożądana jest ingerencja prawodawcy,

⁹²⁰ Z wyjątkiem, rzecz jasna, przypadku naruszenia polegającego na całkowitym zaniechaniu ogłoszenia uprzedniego wezwania na akcje (art. 73 ust. 1 lub art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej).

która jasno określi, że sanacja pierwotnego naruszenia któregoś z obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji jest dopuszczalna, a wraz z jej dokonaniem ustaje sankcja utraty prawa głosu z akcji.

Ponieważ naruszenia poszczególnych obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych zagrażają m.in. transparentności i płynności obrotu walorami danej spółki oraz efektywnej wycenie wartości inwestycji poczynionej przez jej akcjonariuszy (mniejszościowych), a tym samym stanowią zjawisko niebezpieczne z punktu widzenia bezpieczeństwa ich interesów (ekonomicznych), elementem równie istotnym – z punktu widzenia realnej ochrony tychże interesów – co specjalny reżim przedmiotowych obowiązków, są także prawidłowo skonstruowane mechanizmy sankcyjne, dyscyplinujące przypadki ich naruszeń. Wszak z samego założenia źródłowej dyrektywy ws. ofert przejęcia sankcje grożące za te naruszenia powinny być proporcjonalne, skuteczne i odstraszające.⁹²¹ Możliwość ich efektywnej egzekucji jest zarazem niezbędna do egzekwowania prawidłowej realizacji obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji.

Podstawową sankcją grożącą za uchybienia omówionym obowiązkom stanowi zakaz wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich akcji spółki publicznej, o którym mowa w art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej. Jako, że zakaz ten ingeruje w fundamentalne uprawnienie korporacyjne jakim jest prawo głosu z akcji, to przedmiotowa sankcja ma *sensu stricto* charakter korporacyjnoprawny. Poświęcone jej rozważania dowiodły, iż jej rodowód normatywny sięga wiele lat wstecz, lecz mimo to na ich przestrzeni prawodawcy nie udało się wyeliminować wątpliwości np. co do jej zakresu, bądź doprecyzować kwestii jej wpływu na inne uprawnienia ucieleśnione w papierze wartościowym jakim jest akcja. Szczególnie dyskusyjny jest zakres czasowy zastosowania badanej sankcji. Żaden przepis art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie zawiera bowiem wskazówki co do tego czy akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia zostaje dotknięty sankcją pozbawienia prawa głosu z akcji na zawsze (do czasu ewentualnego zbycia akcji i ich ponownego prawidłowego nabycia), czy sankcja ta może zostać cofnięta (wygasa) w razie zadośćuczynienia naruszonemu obowiązkowi. W rezultacie przeprowadzonych badań uznałem, że ze względów celowościowych trafne jest drugie stanowisko. Przyjęcie absolutnego wymiaru czasowego pozbawienia prawa głosu z akcji oznaczałoby bowiem w skrajnym przypadku przyzwolenie na stałe wyłączenie udziałowca spółki publicznej od możliwości współdecydowania o jej wiodących sprawach gospodarczych, co wprost godziłoby w kapitałową naturę korporacji jaką jest taka spółka, a

⁹²¹ Zob. art. 17 dyrektywy ws. ofert przejęcia.

zarazem stanowiłoby dolegliwość niewspółmierną do wartości, których ochrona stoi u podstaw regulacji obrotu znacznymi pakietami akcji. W tym kontekście przeprowadzona analiza dowiodła również, że badana sankcja korporacyjnoprawna, w jej najszerzej postaci, czyli w postaci polegającej na odebraniu akcjonariuszowi prawa głosu ze wszystkich akcji w następstwie uchybienia obowiązkowi ogłoszenia wezwania majoryzacyjnego (a więc również prawa głosu z akcji, które akcjonariusz mógł być wcześniej nabyć *lege artis*), stanowi niedopuszczalną ingerencję w sferę tzw. praw słusznie nabytych, które podlegają ochronie na mocy art. 2 Konstytucji RP, a także narusza zasady ochrony i warunki ewentualnych ograniczeń prawa własności, przewidziane w przepisach art. 21 ust. 2, art. 31 ust. 3 oraz art. 64 ust. 2 i 3 ustawy zasadniczej. W mojej opinii istnieją zatem wyraźne podstawy do stwierdzenia niekonstytucyjności przepisów art. 89 ust. 1 pkt 2) oraz ust. 2 ustawy o ofercie publicznej w tej części, w jakiej mogą one prowadzić do „wywłaszczenia” akcjonariuszy spółek publicznych z praw podmiotowych (praw głosu) ucieleśnionych w akcjach, w posiadanie których weszli w sposób zgodny z prawem. Z kolei odnośnie do budzącej kontrowersje problematyki wpływu sankcji w postaci utraty prawa głosu z akcji spółki giełdowej na możliwość realizacji pozostałych uprawnień korporacyjnych ucieleśnionych w akcji, opowiedziałem się za stanowiskiem, wedle którego akcjonariusz dotknięty sankcją z art. 89 ustawy o ofercie publicznej może korzystać ze wszystkich swoich uprawnień korporacyjnych, chyba, że ich wykonywanie związane jest bezpośrednio z głosowaniem na WZA, czyli faktycznym wykonywaniem prawa głosu z akcji. Tak więc w rezultacie przeprowadzonej analizy przyjąłem, iż aktualizacja sankcji ograniczającej albo odbierającej prawo głosu z akcji nie wpływa w żaden sposób na następujące uprawnienia inkorporowane w akcji: prawo do udziału w walnym zgromadzeniu WZA spółki publicznej; prawo zwołania WZA spółki publicznej wraz z prawem do wyznaczenia przewodniczącego tego zgromadzenia; prawo do zasięgnięcia informacji o spółce publicznej; poszczególne uprawnienia osobiste (o ile ich wykonywanie nie jest statutowo uwarunkowane wykonywaniem przez akcjonariusza prawa głosu z akcji w liczbie gwarantującej określony udział w ogólnej liczbie głosów w spółce). Zastosowanie sankcji korporacyjnoprawnej ingeruje natomiast w takie uprawnienia akcjonariusza, jak: prawo do zaskarżania uchwał WZA spółki publicznej (sankcja w postaci utraty prawa głosu wyłącza legitymację czynną do wniesienia skargi przez akcjonariusza, który głosował przeciwko uchwale i zażądał zaprotokołowania swego sprzeciwu – natomiast nie ingeruje w legitymację czynną w pozostałych przypadkach); prawo do wyboru rady nadzorczej w drodze głosowania grupami (istotna sankcja nie ingeruje w prawo do złożenia wniosku o przeprowadzenie takiego wyboru ani w prawo uczestnictwa

akcjonariusza w danej grupie, ale uniemożliwia mu skuteczne głosowanie w ramach danej grupy); prawo żądania powołania biegłego do spraw szczególnych (analizowana sankcja akcji nie wpływa na możliwość akcjonariusza nią dotkniętego wystąpienia z wnioskiem, lecz uniemożliwia temu akcjonariuszowi głosowanie nad uchwałą w sprawie wyznaczenia biegłego rewidenta i określenia przedmiotu badania, które ma on przeprowadzić).⁹²² Co więcej, polegając na mechanizmach wykładni funkcjonalnej i systemowej doszedłem do wniosku, iż obowiązująca konstrukcja sankcji, o której mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest nieproporcjonalnym (nader dolegliwym) środkiem prawnym penalizacji przypadków naruszeń obowiązków nabywców znacznych ilości akcji spółek publicznej. Poza zróżnicowaniem zasięgu sankcji (zakaz wykonywania prawa głosu z części akcji lub ze wszystkich akcji spółki publicznej) w zależności od tego, który spośród o obowiązków został naruszony (czy obowiązek notyfikacyjny, czy obowiązek ogłoszenia wezwania na akcje), prawodawca nie dostosował bowiem w ogóle rozciągłości przedmiotowej ani czasowej zakazu wykonywania prawa głosu z akcji do wagi dokonanego faktycznie naruszenia. Zresztą, sięgając *per analogiam* do obowiązującego *de lege lata* reżimu sankcji grożących za naruszenia obowiązków publikacyjnych emitentów, na który składają się przede wszystkim sankcje administracyjnoprawne w postaci kar pieniężnych (a także sankcje cywilnoprawne – odszkodowawcze oraz sankcje karnoprawne), uznałem, że z racji charakteru oraz funkcji obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, również ich naruszenia winny być penalizowane głównie na tle administracyjnoprawnym (w drodze kar pieniężnych) oraz, ewentualnie, w zakresie odszkodowawczym – natomiast nie za pomocą sankcji polegającej na ingerencji w prawo podmiotowe akcjonariusza, której treść i zakres sprzeciwiają się zasadzie proporcjonalności.⁹²³ W konsekwencji wszelkie rozważania na tle charakteru, treści czy zakresu badanej sankcji korporacyjnoprawnej dowiodły, że regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej powinna doznać zmian przybliżających ją do takiego kształtu normatywnego, który w ostatecznym rozrachunku nie będzie zagrażał stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółkach publicznych ani bezpieczeństwu (pewności) obrotu prawnego, w którym one uczestniczą.

Rozważania komparatystyczne polegały na przywołaniu obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych i, ewentualnych, sankcji

⁹²² Podobnie R. Woźniak, *op. cit.*, s. 32.

⁹²³ W podobnym tonie wypowiadają się zagraniczni komentatorzy źródłowej dyrektywy ws. ofert przejęcia: „Enforcement of the national implementing measures is left to the Member States. They must determine the applicable sanctions and ensure that they are put into effect. These sanctions should be effective, proportionate, and dissuasive. Possible sanctions are criminal sanctions or administrative fines.” – zob. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *op. cit.* (w:) P. van Hooghten (red.), *op. cit.*, s. 72.

korporacyjnoprawnych za ich naruszenia, obowiązujących w prawie niemieckim, francuskim oraz amerykańskim, a przeto na wyciągnięciu potencjalnych wniosków z zaobserwowanych podobieństw i różnic pomiędzy tymi rozwiązaniami a polską regulacją prawną tej samej materii. Dokonana analiza wykazała, iż w wybranych europejskich porządkach prawnych występują podobne konstrukcyjnie unormowania w sferze zarówno obowiązków notyfikacyjnych, jak i wymogów dotyczących wezwań na akcje (ofert przejęcia), które, tak jak ma to miejsce na gruncie rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej, stanowią efekt implementacji źródłowych regulacji dyrektywy ws. ofert przejęcia oraz dyrektywy o przejrzystości. Niemniej jednak, omówione unormowania niemieckie i francuskie charakteryzują się znacznie większą – w porównaniu do unormowań rozdziału 4 ustawy o ofercie publicznej – precyzyjnością i adekwatnością, w szczególności, jeśli chodzi o proporcjonalność sankcji korporacyjnoprawnej za uchybienie przedmiotowym obowiązkowi (np. w obu wskazanych porządkach prawnych przewiduje się cofnięcie sankcji w razie zadośćuczynienia pierwotnie naruszonej powinności). Polski prawodawca powinien *de lege ferenda* pójść śladem legislatora niemieckiego lub francuskiego i doprecyzować chociażby czas zastosowania sankcji pozbawiającej prawa głosu z akcji. Z kolei analiza regulacji amerykańskiej wykazała, że koncentruje się ona, przede wszystkim, na skomplikowanym reżimie obowiązków w sferze transparentności obrotu giełdowego, pozostawiając jednocześnie zagadnienie przejęć kontroli nad tamtejszymi spółkami publicznymi poza sferą jakichkolwiek wymogów. Brak ustanowienia na gruncie *Williams Act* powszechnego obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje na okoliczność przejmowania kontroli nad spółką giełdową wynika ze szczególnej dojrzałości jaką cechuje się tamtejszy rynek giełdowy – w odróżnieniu od pozostającej wciąż w fazie rozwoju GPW w Warszawie. Z tej samej przyczyny prawo amerykańskie nie przewiduje zakazu wykonywania prawa głosu z akcji ani żadnej podobnej sankcji korporacyjnoprawnej wobec akcjonariuszy naruszających przepisy *Williams Act* w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji. Na dzień sporządzenia niniejszego opracowania rzecz jasna nie sposób bezpośrednio zaczerpnąć wzorców z regulacji amerykańskiej, natomiast, być może już w niedalekiej przyszłości, wraz ze wzrostem dojrzałości ekonomicznej całego europejskiego rynku kapitałowego, a w tym i naszego rodzimego rynku giełdowego, możliwa stanie się liberalizacja poszczególnych segmentów dokonywanego na nim obrotu, m.in. obrotu znacznymi pakietami akcji, a wtedy warto będzie zaczerpnąć inspiracji z rozwiązań zastosowanych w USA.

Stanowiąca osobny fragment dysertacji, szczegółowa analiza zasad organizacji walnych zgromadzeń akcjonariuszy spółek publicznych, przeprowadzona w poszukiwaniu

potencjalnych środków prawnych kontroli prawidłowości obrotu znacznymi ilościami akcji spółek publicznych i stwierdzania naruszeń w tym zakresie oraz sposobności skutecznego egzekwowania sankcji utraty prawa głosu z akcji (art. 89 ustawy o ofercie publicznej), dowiodła, że w obliczu niedającego się rozstrzygnąć sporu, zaistniałego przed WZA lub w trakcie jego obrad, w związku z podejrzeniem naruszenia obowiązków dotyczących przedmiotowego obrotu, jedynym dopuszczalnym *de lege lata* trybem „prewencyjnego” rozstrzygnięcia o istnieniu albo nieistnieniu prawa danego akcjonariusza do wykonywania prawa głosu z akcji na WZA jest powództwo z art. 189 k.p.c. zwięźzione prawomocnym wyrokiem ustalającym wydanym przez sąd powszechny. Powództwo to wytoczyć może każda osoba legitymująca się interesem prawnym, a w szczególności, sama spółka publiczna, akcjonariusz spółki publicznej, wobec którego zachodzi podejrzenie aktualizacji sankcji „ubezglószenia” akcji oraz każdy z pozostałych akcjonariuszy tej spółki, gdyż ustalenie statusu korporacyjnoprawnego znaczącego akcjonariusza determinuje odpowiednio status pozostałych udziałowców, a tym samym leży niewątpliwie w interesie każdego z nich.⁹²⁴ Zauważyłem wprawdzie, że obowiązują różne mechanizmy prawne związane z organizacją WZA lub z funkcjonowaniem spółek publicznych w obrocie, umożliwiające, pośrednio lub bezpośrednio, weryfikację uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy, a niekiedy także kontrolę liczby głosów przypadających akcjonariuszowi z posiadanych przez niego akcji (sporządzenie przez zarząd listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA i dopuszczenie akcjonariusza do udziału w nim, sporządzenie przez przewodniczącego WZA listy obecności, uprawnienia notariusza protokołującego przebieg WZA, środki nadzorcze KNF, czy, w końcu, uprawnienia informacyjne pozostałych akcjonariuszy), natomiast systematyczny przegląd tych mechanizmów doprowadził do wniosku, że mają one zasadniczo charakter techniczny (porządkowy) i tym samym nie mogą stanowić podstawy normatywnej rozstrzygnięcia sporu co do istnienia albo nieistnienia prawa podmiotowego akcjonariusza (prawa głosu z akcji). Co za tym idzie, przyjąłem, że *de lege lata* ani samym akcjonariuszom, ani zarządowi spółki publicznej, ani przewodniczącemu WZA, ani notariuszowi protokołującemu przebieg obrad tego zgromadzenia, ani KNF w ramach jej funkcji nadzorczych – nie przysługuje *ius decidendi* co do wiążącego stwierdzenia zastosowania sankcji utraty prawa głosu z akcji, a w rezultacie do jej faktycznego „wyegzekwowania” na etapie organizacji WZA bądź w trakcie jego obrad. Aby bowiem którykolwiek z tych podmiotów (organów) mógł skutecznie odebrać akcjonariuszowi prawo głosu z akcji –

⁹²⁴ Por. M. Tofel, (w:) J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski [et al.], *op. cit.*, s. 39.

wykonyjąc wobec niego sankcję z art. 89 ustawy o ofercie publicznej – musiałyby istnieć ku temu podstawa prawna wyrażona *expressis verbis* w ustawie. Takiej podstawy *de lege lata* brak. Co więcej, decyzja w sprawie pozbawienia akcjonariusza – nabywcy znacznego pakietu akcji prawa głosu z akcji powinna polegać na wyczerpującym postępowaniu dowodowym, a sposobność ku jego przeprowadzeniu ma wyłącznie sąd powszechny. Pomimo jednak tego, że kognicję do „prewencyjnego” zastosowania analizowanej sankcji korporacyjnoprawnej ma, w mojej opinii, jedynie sąd powszechny rozstrzygający powództwo wytoczone na podstawie art. 189 k.p.c. w sprawie ustalenia istnienia albo nieistnienia prawa danego akcjonariusza do wykonywania prawa głosu z akcji, analiza dostępnych statystyk odnoszących się do czasu trwania (przewlekłości) postępowań prowadzonych w ostatnich latach przed sądami powszechnymi w Polsce oraz ogólnie znana opieszałość polskiego wymiaru sprawiedliwości – w konfrontacji ze znaczącą dynamiką współczesnego obrotu prawnego – skłoniły mnie do przyjęcia poglądu, że ów tryb nie stanowi wcale skutecznego mechanizmu egzekwowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a co za tym idzie adekwatnego środka ochrony przed ujemnymi konsekwencjami naruszeń regulacji rozdziału 4 tejże ustawy. W konsekwencji, stanąłem na stanowisku, że nie obowiązują w polskim porządku prawnym żadne instrumenty prawne, przy wykorzystaniu których można by sprawnie i skutecznie egzekwować zakaz wykonywania prawa głosu z akcji, o którym mowa w art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Co za tym idzie konieczna jest optymalizacja aktualnego stanu prawnego w tym zakresie, a w celu jej osiągnięcia *de lege ferenda* postuluję kilka alternatywnych rozwiązań normatywnych, a w szczególności, utworzenie, wchodzącego w skład struktury sądów powszechnych, Sądu Rynku Finansowego, który, posiadając uniwersalną kognicję, byłby właściwy do rozpoznawania wszelkich spraw o prawa majątkowe i niemajątkowe z zakresu rynku finansowego. W utworzeniu postulowanego Sądu Rynku Finansowego upatruję skuteczne rozwiązanie trudności na tle stosowania badanej sankcji utraty prawa głosu z akcji, aczkolwiek żeby spełniło ono swe oczekiwania *de lege ferenda* należałoby również uregulować w tytule VII księgi pierwszej k.p.c. nowy rodzaj postępowania odrębnego – postępowanie dedykowane sprawom z zakresu rynku finansowego, które umożliwiłoby Sądowi Rynku Finansowego m.in. dokonywanie szybkiej oceny prawidłowości nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a co za tym idzie, stwierdzenie istnienia albo nieistnienia kwestionowanego prawa głosu z jej akcji.

Zauważyłem, że w obliczu trudności związanych ze skuteczną egzekucją sankcji korporacyjnoprawnej przed rozpoczęciem WZA spółki publicznej bądź w trakcie jego obrad, lecz przed głosowaniem nad zaproponowanymi uchwałami, istotnego znaczenia nabiera

zdefiniowanie środków prawnych umożliwiających zastosowanie tejże sankcji *ex post*, czyli w razie wykonania prawa głosu z akcji wbrew obowiązującej *ex lege* sankcji oraz uwzględnienia oddanych bezprawnie głosów przy obliczeniu wyniku głosowania nad daną uchwałą WZA. Nieprawidłowości te sprzeciwiają się dyspozycji normy zawartej w art. 89 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej, a ich konsekwencje są równie niebezpieczne ekonomicznie (dla spółki publicznej i jej akcjonariuszy) co kontrowersyjne jurydycznie, w szczególności, że prawodawca w ogóle nie wypowiedział się na ich temat – choć wykładnia systemowa wykazała, że mógł to uczynić posiłkując się czytelными rozwiązaniami przyjętymi na gruncie regulacji szczegółowych (art. 251 ust. 3 prawa bankowego, art. 94 ust. 4 ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, art. 541 ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz art. 1061 ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). W myśl bowiem regulacji szczegółowych uchwała WZA, odpowiednio, banku krajowego, zakładu ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub domu maklerskiego, powzięta z udziałem głosów oddanych przez akcjonariusza wbrew ciążącemu na nim zakazowi wykonywania prawa głosu dotknięta jest sankcją nieważności, chyba, że spełnia wymogi kworum oraz większości głosów. Tymczasem dogłębna analiza zarówno dogmatycznoprawna, jak i teoretycznoprawna oddania głosów nad uchwałą WZA spółki publicznej wbrew zakazowi z art. 89 ustawy o ofercie publicznej, a zarazem zaprotokołowania uchwały o określonym kierunku z uwzględnieniem tychże wadliwych głosów nie umożliwiła wskazania adekwatnego instrumentu prawnego służącego następczemu zastosowaniu tego zakazu, lecz potwierdziła daleko idące wątpliwości w tym zakresie. Innymi słowy, pomimo tego, że istnieje zasadna potrzeba praktyczna weryfikacji tych nieprawidłowości w zakresie podejmowania uchwały WZA, a tym samym potrzeba następczego „wyegzekwowania” sankcji korporacyjnoprawnej, nie dostrzegłem racji przemawiających za jednoznacznym przychyleniem się do któregośkolwiek ze zreferowanych poglądów doktryny lub judykatury określających konsekwencje oddania głosów z „ubezglósnionych” akcji oraz ich uwzględnienia przy obliczaniu wyniku głosowania.

Pierwsza z omówionych koncepcji zakłada, iż głosowanie przez akcjonariusza pozbawionego prawa głosu z akcji (art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej) nad uchwałą WZA spółki publicznej, chociażby wywarło wpływ na wynik głosowania i kierunek uchwały, nie powoduje jej nieważności, lecz uzasadnia konieczność ustalenia tzw. „obiektywnej” treści takiej uchwały. Zdaniem zwolenników tej koncepcji może to nastąpić tylko i wyłącznie w

drodze powództwa ustalającego wytoczonego na podstawie art. 189 k.p.c.⁹²⁵ Jakkolwiek teorii tej nie można odmówić funkcjonalnej uniwersalności, gdyż umożliwia ona w praktyce również kontrolę tzw. uchwał „negatywnych”, czyli przypadków, w których np. oddane wbrew zakazowi głosy przeciwko projektowanej uchwale zdecydowały o tym, iż nie uzyskała ona wymaganej większości, to uznałem, że z czysto formalnego punktu widzenia sprzeciwia się ona zakazowi z art. 425 § 1 zd. 2 k.s.h., w myśl którego przepisu art. 189 k.p.c. nie stosuje się względem uchwał walnych zgromadzeń spółek akcyjnych. Zresztą postępowanie w sprawie stwierdzenia nieważności uchwały zgromadzenia udziałowców stanowi szczególny rodzaj postępowania ustalającego, a tym samym zgodnie z zasadą *lex specialis derogat legi generali* zastosowanie tego drugiego w celu sądowej kontroli konkretnej uchwały WZA mogłoby zostać uznane za działanie mające na celu obejście specjalnego przepisu ustawy (*in fraudem legis*).

Alternatywna koncepcja, którą poddałem analizie polega na założeniu, że złamanie zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, a jednocześnie uwzględnienie głosów oddanych wbrew temu zakazowi przy obliczeniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki publicznej – dają asumpt do stwierdzenia nieważności takowej uchwały na podstawie art. 425 § 1 k.s.h., o ile zaważyły na wyniku głosowania lub na treści powziętej uchwały. Wprawdzie teoria ta ma więcej zwolenników pośród przedstawicieli doktryny, a nawet poparcie Sądu Najwyższego, ale mimo to nie pozostaje w mojej ocenie bez wad.⁹²⁶ Przeprowadzone badania dowiodły bowiem, że z żadnego przepisu ustawowego nie wynika *expressis verbis*, iż uchwała powzięta z naruszeniem regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej jest nieważna w rozumieniu art. 425 k.s.h. Uważam natomiast, że gdyby racjonalny prawodawca zakładał taki właśnie skutek, to znalazłoby to swoje wyraźne odzwierciedlenie w którymś z przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej – tak, jak ma to miejsce na gruncie regulacji szczegółowych. Ponadto, praktyczna funkcjonalność środka prawnego, jakim jest powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały WZA jawi się w sposób ograniczony – sankcja nieważności może być bowiem stwierdzona wyłącznie wobec uchwały powziętej, co w oczywisty sposób pozostawia bez ochrony prawnej stany naruszeń przepisów art. 89 ustawy o ofercie publicznej, które doprowadziły do odrzucenia proponowanej uchwały WZA (tzw. uchwała „negatywna”). Co więcej, szeroko zrelacjonowana dyskusja na forum doktryny i orzecznictwa dotycząca

⁹²⁵ Zob. w szczególności M. S. Tofel, *Wpływ...*, *op. cit.*, s. 36 oraz K. Haładyj, *Komentarz...*, *op. cit.*, s. 514.

⁹²⁶ Zob. np. M. Mataczyński (w:) T. Sójka (red.), M. Mataczyński [et al.], *op. cit.*, s. 623, D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie...*, *op. cit.*, s. 377, M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), P. Błaszczyk [et al.], *op. cit.*, s. 543; a także wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144.

charakteru prawnego sankcji nieważności z art. 425 k.s.h. oraz funkcji prawomocnego wyroku sądowego stwierdzającego tę nieważność doprowadziła do wniosku, iż istnieje na tym tle tak daleko idący spór teoretyczny, którego *de lege lata* nie sposób ostatecznie rozstrzygnąć. W konsekwencji, nawet gdyby przyjąć, że głosowanie akcjonariusza wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej powoduje nieważność uchwały w rozumieniu art. 425 k.s.h. (o ile, rzecz jasna, ma wpływ na wynik głosowania), to w praktyce nie wiadomo jak tę nieważność należy traktować (jak może zostać ona oceniona w konkretnych okolicznościach), a w rezultacie, czy daną uchwałę należy respektować, czy też nie. Zarówno poszczególne argumenty przemawiające za kwalifikacją nieważności z art. 425 k.s.h. jako nieważnością bezwzględną (*ex lege* i *ab initio*), jak i rozmaite argumenty uzasadniające uznanie tej nieważności za nieważność względną (wymagającą stwierdzenia na podstawie prawomocnego wyroku sądu) mają równorzędną wagę. To samo dotyczy się argumentów odnoszących się do kwalifikacji natury prawnej wyroku stwierdzającego tę nieważność (wyrok deklaratoryjny – wyrok konstytutywny). Jedyne swoisty pragmatyzm, podyktowany aktualnym kierunkiem orzecznictwa Sądu Najwyższego, stanął u podstaw ostrożnej konkluzji, w myśl której opowiedziałem się za względnym charakterem nieważności, o której mowa w art. 425 k.s.h. (nieważność *sui generis*), a tym samym za koniecznością respektowania sprzecznej z prawem uchwały WZA dopóty, dopóki nie zapadnie konstytutywny wyrok sądowy stwierdzający jej nieważność. Konkluzja ta nie przyczyniła się jednak w żaden sposób do korzystniejszej oceny koncepcji, według której złamanie zakazu wykonywania prawa głosu z akcji (art. 89 ustawy o ofercie publicznej) stanowi podstawę stwierdzenia nieważności uchwały WZA w trybie art. 425 k.s.h. Przeciwnie, konkluzja, iż uchwały walnych zgromadzeń spółek akcyjnych nieważne w rozumieniu art. 425 k.s.h. są w istocie wzruszalne, a nie bezwzględnie nieważne (art. 58 k.c.), czyli należy je respektować tak długo, jak długo nie ma prawomocnego wyroku sądowego stwierdzającego nieważność, utwierdziła mnie w przekonaniu, że powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały powziętej z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie stanowi wcale efektywnego środka ostatecznej egzekucji tejże sankcji, gdyż do momentu zapadnięcia konstytutywnego wyroku sądowego stwierdzającego nieważność takiej uchwały – w rzeczywistości dosyć odległego w czasie – mogą zaistnieć nieodwracalne skutki gospodarcze wynikające z realizacji wadliwie podjętej uchwały, a *de facto* z długotrwałej akceptacji stanu naruszenia regulacji art. 89 ustawy o ofercie publicznej (braku faktycznego „wyegzekwowania” zakazu wykonywania prawa głosu z akcji).

Studium nad możliwościami ostatecznego wyegzekwowania sankcji w postaci utraty prawa głosu z akcji (art. 89 ust. 1-2b ustawy o ofercie publicznej), tj. nad potencjalnymi środkami kontroli uchwały WZA spółki publicznej powziętej (albo niepowziętej) w wyniku złamania przedmiotowej sankcji, wykazało, że *de lege lata* nie obowiązuje żaden w pełni zasadny i efektywny praktycznie mechanizm prawny w tym zakresie. W szczególności mechanizmy prawne proponowane przez doktrynę lub judykaturę budzą wątpliwości normatywne lub funkcjonalne, a zarazem nie dają gwarancji szybkiego rozstrzygnięcia konfliktu, który może zaistnieć na tle omówionych zagadnień – każdy z tych mechanizmów wymaga bowiem przeprowadzenia długotrwałego postępowania sądowego. Dokonana analiza świadczy zatem o tym, że obecna regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej nie stwarza rzetelnych warunków ku temu, aby w obliczu naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji dało się skutecznie wyegzekwować sankcję w postaci zakazu wykonywania prawa głosu – nawet *ex post*. Wszak, w praktycznym zamiarze wskazania potencjalnym czytelnikom niniejszego opracowania jakiegokolwiek rozwiązania *de lege lata*, dopuszczam możliwość wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności (art. 425 k.s.h.) wobec uchwały WZA spółki giełdowej, przy podejmowaniu której złamano zakaz wykonywania prawa głosu (a uwzględnienie głosów oddanych wbrew zakazowi przy obliczeniu wyniku głosowania zaważyło na kierunku uchwały), jednakże mam na uwadze, że nie jest to rozwiązanie gwarantujące stabilność relacji korporacyjnoprawnych w takiej spółce, ani adekwatne do potrzeby ochrony interesów jej akcjonariuszy.

Podjęte badania naukowe nad problematyką korporacyjnoprawnych skutków naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych ilości akcji spółek publicznych dowiodły zatem niedoskonałości prawa obowiązującego tym zakresie, a co za tym idzie potrzeby pilnej interwencji ustawodawcy. Interwencja ta mogłaby polegać na wdrożeniu któregoś z zaproponowanych przeze mnie *de lege ferenda* rozwiązań normatywnych (lub *quasi*-normatywnych), umożliwiających „prewencyjne” stwierdzenie zastosowania sankcji z art. 89 ustawy o ofercie publicznej – ustalenie na przyszłość istnienia bądź nieistnienia prawa danego akcjonariusza do wykonywania prawa głosu z akcji przed rozpoczęciem WZA lub głosowania nad uchwałami uwzględnionymi w porządku jego obrad. Nie powinno bowiem ulegać żadnej kwestii, że z punktu widzenia stabilności stosunków w spółce publicznej oraz bezpieczeństwa obrotu prawnego lepiej byłoby z góry zapobiegać wykonywaniu prawa głosu z akcji wbrew mającemu zastosowanie zakazowi, niżeli eliminować ujemne skutki prawne pominięcia tego zakazu. Licząc na to, iż niniejsza dysertacja zostanie w przyszłości opublikowana w formie książkowej, a co za tym idzie, być może, trafi również w ręce osób

uczestniczących w kreowaniu ram prawnych rynku kapitałowego w Polsce, pokładam daleko idącą nadzieję w perspektywie nowelizacji źródeł prawnych obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, dzięki której naruszenia obowiązków związanych z tym obrotem zostaną skatalogowane, a najdotkliwsza z sankcji grożących za te naruszenia, czyli sankcja w postaci utraty prawa głosu z akcji, zostanie poddana szczegółowej rewizji i w ten sposób zyska m.in. na szeroko rozumianej efektywności, która, jak zostało dowiedzione w drodze niniejszej pracy, pozostawia *de lege lata* wiele do życzenia.

Bibliografia

Akty prawne

Akty prawa polskiego

1. Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. z 1997 r. Nr 78, poz. 483 ze zm.);
2. Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd (Dz. U. z 1924 r. Nr 114, poz. 1019);
3. Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy (Dz. U. z 1934 r. Nr 57, poz. 502 ze zm.);
4. Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 2096 ze zm.);
5. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1025 ze zm.);
6. Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1360 ze zm.);
7. Ustawa z dnia 24 maja 1989 r. o rozpoznawaniu przez sądy spraw gospodarczych (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 723);
8. Ustawa z dnia 14 lutego 1991 r. – Prawo o notariacie (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 2291 ze zm.);
9. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (tekst jedn. Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.);
10. Ustawa z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 419 ze zm.);
11. Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17);
12. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 395 ze zm.);
13. Ustawa z dnia 8 sierpnia 1996 r. o zmianie niektórych ustaw normujących funkcjonowanie gospodarki i administracji publicznej (Dz. U. z 1996 r. Nr 106, poz. 496);
14. Ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 986 ze zm.);
15. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.);

16. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1876 ze zm.);
17. Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z dnia 30 grudnia 1998 r. w sprawie utworzenia sądu antymonopolowego (Dz. U. 1998 r. Nr 166, poz. 1254);
18. Ustawa z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o postępowaniu egzekucyjnym w administracji, ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, ustawy o dopłatach do oprocentowania niektórych kredytów bankowych, ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, ustawy - Ordynacja podatkowa, ustawy o finansach publicznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych - w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej (Dz. U. z 2000 r. Nr 122, poz. 1315);
19. Ustawa z dnia 27 lipca 2001 r. – Prawo o ustroju sądów powszechnych (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 23 ze zm.);
20. Ustawa z dnia 15 września 2001 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1577 ze zm.);
21. Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. z 2004 r. Nr 64, poz. 594);
22. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1355 ze zm.);
23. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1417);
24. Ustawa z dnia z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1768 ze zm.);
25. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 512 ze zm.);
26. Rozporządzenie Ministra Finansów z 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu (Dz. U. z 2005 r., Nr 229, poz. 1948);
27. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst. jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 621 ze zm.);
28. Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 798 ze zm.);
29. Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. z 2008 r. Nr 231, poz. 1547)
30. Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2009 r. Nr 13, poz. 69);

31. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie kryteriów, jakie muszą spełniać podmioty ubiegające się o status agencji informacyjnej (Dz. U. z 2009 r. Nr 31, poz. 210);
32. Ustawa z dnia 18 czerwca 2009 r. o zmianie ustawy o działalności ubezpieczeniowej oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2009 r. Nr 115, poz. 962);
33. Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 999 ze zm.);
34. Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r., poz. 615);
35. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 27 grudnia 2016 r. w sprawie w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego (Dz. U. z 2016 r., poz. 2288.);
36. Ustawa z dnia 26 stycznia 2017 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2017 r., poz. 452);
37. Ustawa z dnia 7 kwietnia 2017 r. o zmianie ustawy Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r., poz. 935);
38. Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań (Dz. U. z 2017 r., poz. 1748).
39. Ustawa z dnia 8 grudnia 2017 r. o Sądzie Najwyższym (Dz. U. z 2018 r., poz. 5 ze zm.);
40. Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. – Prawo przedsiębiorców (Dz. U. z 2018 r., poz. 646 ze zm.);

Akty prawa unijnego

1. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej sporządzony w Rzymie dnia 25 marca 1957 r. (wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE 2012 C 326/47);
2. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE 2014 L 173/1 ze zm.);
3. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów

- wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE 2017 L 168/12);
4. Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE 2001 L 184/1 ze zm.);
 5. Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającą dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE 2003 L 345/64 ze zm.);
 6. Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 2 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE 2004 L 142/12 ze zm.);
 7. Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE 2004 L 390/38 ze zm.);
 8. Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE 2007 L 184/ 17 ze zm.);
 9. Dyrektywa 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniającej dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego (Dz. Urz. UE 2007 L 247/1);
 10. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz. Urz. UE 2013 L 294/13).

Akty prawa obcego

1. amerykańska ustawa z dnia 29 lipca 1968 r. – *An Act Providing for full disclosure of corporate equity ownership of securities under the Securities Exchange Act of 1934* (Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454);
2. amerykański kodeks *Code of Federal Regulations* – C.F.R. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=cc778d766ed85d3a9b8195702037d640&mc=true&node=se17.4.240_114e_68&rgn=div8 [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
3. amerykański kodeks *United States Code* – U.S.C. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title15-section78n&num=0&edition=prelim> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
4. brytyjski kodeks *The City Code on Takeovers and Mergers* z 1968 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
5. francuski kodeks *Code de Commerce, L'ordonnance n° 2000-912 du 18 septembre 2000 partie legislative, Le décret n° 2007-431 du 25 mars 2007 partie réglementaire*, version consolidée au 7 novembre 2018;
6. francuski kodeks *Code monétaire et financier, L'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 partie legislative, Le décret n° 2005-1007 du 2 août 2005 partie réglementaire*, version consolidée au 23 novembre 2018;
7. niemiecka ustawa z dnia 26 lipca 1994 r. *Gezets über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG)* (BGBl. Jahrgang 1998 Teil I, s. 2708 ze zm.);
8. niemiecka ustawa z dnia 20 grudnia 2001 r. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)* (BGBl. Jahrgang 2001 Teil I, s. 3822 ze zm.);
9. niemiecka ustawa z dnia 12 września 1950 r. *Zivilprozessordnung (ZPO)* (BGBl. Jahrgang 2005 Teil I, s. 3202; Jahrgang 2006 Teil I, s. 431; Jahrgang 2007, Teil I, s. 1781 ze zm.).

Orzecznictwo

Orzecznictwo polskie

Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego

1. Orzeczenie TK z dnia 1 marca 1994 r., sygn. akt U 7/93, OTK 1994, poz. 5;
2. Wyrok TK z dnia 22 czerwca 1999 r., sygn. akt K 5/99, OTK 1999 Nr 5, poz. 100;
3. Wyrok TK z dnia 15 września 1999 r., sygn. akt K 11/99, OTK 1999 Nr 6, poz. 116;

4. Wyrok TK z dnia 25 czerwca 2002 r., sygn. akt K 45/01, OTK 2002 Nr 4A, poz. 46;
5. Wyrok TK z dnia 16 czerwca 2003 r., sygn. akt K 52/02, OTK 2003 r. Nr 6A, poz. 54;
6. Wyrok TK z dnia 6 kwietnia 2004 r., sygn. akt SK 56/03, OTK 2004 Nr 4A, poz. 29;
7. Wyrok TK z dnia 18 czerwca 2013 r., sygn. akt SK 49/12, OTK 2013 Nr 5A, poz. 56;
8. Wyrok TK z dnia 10 lutego 2015 r., sygn. akt. P 10/11, OTK 2015 r. Nr 2A, poz. 13.

Orzecznictwo Sądu Najwyższego

1. Uchwała SN(7) z dnia 30 kwietnia 1999 r., sygn. akt III CZP 61/98, OSNC 1999, Nr 12, poz. 201;
2. Uchwała SN(7) z dnia 1 marca 2007 r., sygn. akt III CZP 94/06, OSNC 2007, Nr 7-8, poz. 95;
3. Uchwała SN(7) z dnia 18 września 2013 r., sygn. akt III CZP 13/13, OSNC 2014, Nr 3, poz. 23;
4. Uchwała SN z dnia 27 marca 2003 r., sygn. akt I KZP 6/03, BSN 2003, Nr 3;
5. Uchwała SN z dnia 17 lutego 2004 r., sygn. akt III CZP 116/03, OSNC 2005, Nr 5, poz. 78;
6. Uchwała SN z dnia 20 stycznia 2010 r. , sygn. akt III CZP 122/09, OSNC 2010, Nr 7-8, poz. 107;
7. Wyrok SN z dnia 8 grudnia 1998 r., sygn. akt I CKN 243/98, OSNC 1999, Nr 6, poz. 116;
8. Wyrok SN z dnia 12 grudnia 1973 r., sygn. akt II CR 686/73, OSPiKA 1975, z. 5, poz. 102;
9. Wyrok SN z dnia 14 kwietnia 1992 r., sygn. akt I CRN 38/92, OSNC 1993, Nr 3, poz. 45;
10. Wyrok SN z dnia 7 września 1993 r., sygn. akt II CRN 60/93, OSP 1994, Nr 7-8, poz. 143;
11. Wyrok SN z dnia 17 września 1993 r. sygn. akt II CRN 96/93, OSNC 1994, Nr 9, poz. 180;
12. Wyrok SN z dnia 13 marca 1998 r., sygn. akt I CKN 563/97, OSNC 1998, Nr 12, poz. 205;
13. Wyrok SN z dnia 22 kwietnia 1999 r., sygn. akt II CKN 266/98, OSNC 2000, Nr 1, poz. 5;
14. Wyrok SN z dnia 10 kwietnia 2000 r., sygn. akt V CKN 14/00, OSNC 2001, Nr 6, poz. 82;
15. Wyrok SN z dnia 12 lipca 2002 r., sygn. akt V CKN 1547/00, SIP LEX nr 56054;
16. Wyrok SN z dnia 13 lutego 2004 r., sygn. akt II CK 438/02, OSP 2006 Nr 5, poz. 53;
17. Wyrok SN z dnia 17 lutego 2004 r., sygn. akt I PK 305/06, OSNP 2004, Nr 2, poz. 421;
18. Wyrok SN z dnia 16 lutego 2005 r., sygn. akt III CK 296/04, OSNC 2006, Nr 2, poz. 31;
19. Wyrok SN z dnia 10 marca 2005 r., sygn. akt III CK 477/04, Wokanda 2005, Nr 7-8;
20. Wyrok SN z dnia 10 czerwca 2005 r., sygn. akt II CK 715/04, OSP 2006, nr 5, poz. 55;
21. Wyrok SN z dnia 5 lipca 2005 r., sygn. akt II CSK 163/07, OSNC 2006, Nr 9, poz. 104;
22. Wyrok SN z dnia 23 lutego 2006 r., sygn. akt II CSK 101/05, SIP LEX nr 180197;
23. Wyrok SN z dnia 16 marca 2006 r., sygn. akt III CSK 32/06, OSP 2007, Nr 3, poz. 31;
24. Wyrok SN z dnia 31 marca 2006 r., sygn. akt IV CSK 46/05, SIP LEX nr 277843;
25. Wyrok SN z dnia 10 stycznia 2007 r., sygn. akt I CSK 335/06, SIP LEX nr 1480559;
26. Wyrok SN z dnia 27 kwietnia 2007 r., sygn. akt I CSK 11/07, OSNC 2008, Nr 5, poz. 51;

27. Wyrok SN z dnia 5 lipca 2007 r., sygn. akt II CSK 163/07, OSNC 2008, Nr 9, poz. 104;
28. Wyrok SN z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt II CSK 248/07, OSNC 2008, Nr 12, poz. 144;
29. Wyrok SN z dnia 4 stycznia 2008 r., sygn. akt III CSK 238/07, SIP LEX nr 445167;
30. Wyrok SN z dnia 7 maja 2008 r., sygn. akt II CSK 4/08, SIP LEX nr 424363;
31. Wyrok SN z dnia 12 grudnia 2008 r., sygn. akt II CNP 82/08, SIP LEX nr 503233;
32. Wyrok SN z dnia 4 grudnia 2009 r., sygn. akt III CSK 85/09, OSNC 2010, Nr 7-8, poz. 113;
33. Wyrok SN z dnia 9 września 2010 r., sygn. akt I CSK 530/09, OSNC 2011, Nr 3, poz. 36;
34. Wyrok SN z dnia 28 września 2011 r., sygn. akt I CSK 710/10, OSNC 2012, Nr 9, poz. 53;
35. Wyrok SN z dnia 5 lipca 2012 r., sygn. akt I UK 101/12, SIP LEX nr 1250560;
36. Wyrok SN z dnia 5 września 2012 r., sygn. akt IV CSK 589/11, SIP LEX nr 1232242;
37. Wyrok SN z dnia 14 listopada 2012 r., sygn. akt I UK 247/12, SIP LEX nr 1274955;
38. Wyrok SN z dnia 28 maja 2013 r., sygn. akt V CSK 311/12, OSP 2014, Nr 4, poz. 43;
39. Wyrok SN z dnia 18 marca 2014 r., sygn. akt II UK 374/13, OSNP 2015, Nr 7, poz. 96;
40. Wyrok SN z dnia 3 czerwca 2015 r., sygn. akt V CSK 592/14, OSNC 2016, Nr 5, poz. 65;
41. Wyrok SN z dnia 26 kwietnia 2016 r., sygn. akt II CSK 352/15, SIP LEX nr 2064226;
42. Wyrok SN z dnia 16 września 2016 r., sygn. akt IV CSK 748/15, SIP LEX nr 2182290;
43. Postanowienie SN z dnia 2 października 2008 r., sygn. akt II CSK 186/08, SIP LEX nr 470013;
44. Postanowienie SN z dnia 24 lipca 2013 r., sygn. a
45. kt III CNP 1/13, OSNC 2014, Nr 4, poz. 43;
46. Postanowienie SN z dnia 25 sierpnia 2016 r., sygn. akt V CSK 694/15, SIP LEX nr 2118455.

Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego

1. Wyrok NSA z dnia 9 września 2003 r., sygn. akt III SA 2968/02, SIP LEX nr 160487;
2. Wyrok NSA z dnia 27 maja 2009 r., sygn. akt II GSK 972/08, ONSAiWSA 2010, Nr 6, poz. 109;
3. Wyrok NSA z dnia 24 listopada 2017 r., sygn. akt II GSK 266/16, SIP LEX nr 2427585.

Orzecznictwo Sądów Administracyjnych i Sądów Powszechnych

1. Wyrok SA w Białymstoku z dnia 14 lipca 2011 r., sygn. akt I ACa 246/11, SIP LEX nr 1164168;
2. Wyrok SA w Białymstoku z dnia 29 czerwca 2012 r., sygn. akt I ACa 218/12 SIP LEX nr 1480399;

3. Wyrok SA w Szczecinie z dnia 22 kwietnia 2014 r., sygn. akt I ACa 900/13, SIP LEX nr 1466956;
4. Postanowienie SA w Białymstoku z dnia 19 lipca 2011 roku, sygn. akt I ACz 749/11, MPH 2011, Nr 2;
5. Wyrok WSA w Warszawie z dnia 2 października 2015 r., sygn. akt VI SA/Wa 1394/15, SIP LEX nr 1941232.

Orzecznictwo ETS

1. Wyrok ETS z dnia 10 kwietnia 1984 r. w sprawie *von Colson and Kamann*, sygn. 14/83, Zb. Orz. ETS 1984, s. 1891;
2. Wyrok ETS z dnia 13 listopada 1993 r. w sprawie *Marleasing*, sygn. C-106/89, Zb. Orz. ETS 1990, s. I-4135;
3. Wyrok ETS z dnia 5 października 2004 r. w sprawie *Pfeiffer*, sygn. C/397/01-403/01, Zb. Orz. ETS 2004, s. I-8879.

Orzecznictwo zagraniczne

1. Decyzja francuskiego Trybunału Konstytucyjnego (franc. *Le Conseil Constitutionnel*) z dnia 28 lutego 2014 r., n° 2013-369 QPC (dostępna *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/francais/les-decisions/acces-par-date/decisions-depuis-1959/2014/2013-369-qpc/decision-n-2013-369-qpc-du-28-fevrier-2014.140206.html> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
2. Wyrok francuskiego Sądu Najwyższego (franc. *La Cour de cassation*) z dnia 10 lutego 2015 r., n° 13-14.778, Recueil Dalloz 2015, Nr 8, s. 430 (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000030239839> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
3. Wyrok francuskiego Sądu Apelacyjnego w Paryżu (franc. *La Cour d'appel de Paris*) z dnia 27 czerwca 2013 r., n° 2012/08248 (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.doctrine.fr/d/CA/Paris/2013/RAE7ACE97B750E291A4A3> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
4. Wyrok szwedzkiego Trybunału Arbitrażowego przy Instytucie Arbitrażu Sztokholmskiej Izby Handowej (szw. *Stockholms Handelskammars Skiljedomsinstitut*) z dnia 28 czerwca 2017 r., n° V 2014/163 (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.italaw.com/cases/6209> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]).

Literatura

Opracowania książkowe

1. M. Allerhand, *Kodeks handlowy: komentarz*, Lwów 1935;
2. L. Angerer, S. Geibel, R. Süßmann (red.), *WpÜG. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 3. Auflage*, München 2017;
3. P. Antoszek, *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009;
4. G. Apfelbacher, S. Barthelmess, T. Buhl, C. von Dryander, *German Takeover Law: A Commentary*, München 2002;
5. M. Bączyk, M. H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000;
6. K. Bilewska, A. Chłopecki, S. Gurgul, A. Pukszo, *Prawo handlowe*, Warszawa 2017;
7. K. Bilewska (red.), M. Warzecha, A. Kamińska, M. Sękowska, *Spory korporacyjne. Przewodnik*, Warszawa 2012;
8. J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski [et al.], *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2017;
9. B. Binek, P. Heciak, M. Stępniewski, D. Waltz-Komierowska, *Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółek publicznych*, Warszawa 2007;
10. H. S. Bloommenthal, S. Wolff, *Securities Law Handbook. Volume 1*, New York 2018;
11. T. Bošković, C. Cerruti, M. Noel, *Comparing European and U.S. securities regulations: MiFID versus corresponding U.S. regulations*, Washington 2010;
12. P. Buck-Heeb, *Kapitalmarktrecht*, Heidelberg 2017;
13. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), M. Cejmer [et al.], *Europejskie prawo spółek. Tom II. Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej. Część 2*, Kraków 2005;
14. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), M. Chruściński [et al.], *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, Kraków 2006;
15. A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014;
16. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011;
17. A. Chłopecki, M. Dyl, *Rynek kapitałowy. Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie*, Warszawa 2001;
18. J. H. Choper, J. C. Coffee, R. J. Gilson (red.), *Cases and materials on corporation, 7th Edition*, New York 2008;
19. M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, *Droit des sociétés*, Paris 2011;

20. R. Czerniawski, *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej. Komentarz*, Warszawa 2004;
21. R. Czerniawski, *Walne zgromadzenie spółki akcyjnej*, Warszawa 2009;
22. R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2000;
23. D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*, Warszawa 2010;
24. D. Dąbrowski, *Zawieszenie wykonywania praw udziałowych z akcji własnych oraz z akcji spółki dominującej posiadanych przez spółkę zależną* (w:) M. Cejmer, N. Napierała, T. Sójka (red.), *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kraków 2005;
25. W. Doroszewski (red.), *Słownik język polskiego*, t. ..., Warszawa 1996-1997;
26. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012;
27. V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, München 2016;
28. G. Ferrarini, K. J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004;
29. A. Fuchs, *Wertpapierhandelsgesetz: WpHG Kommentar. 2. Auflage*, München 2016;
30. Ł. Gasiński, *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej*, Warszawa 2014;
31. A. Gierat, *Korporacyjne uprawnienia kontrolne wspólników spółek kapitałowych*, Toruń 2010;
32. E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2017;
33. W. Goette, M. Habersack (red.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz. §§ 329-410. WpÜG. 4. Auflage*, Tom 6, München 2017;
34. W. Góralczyk (red.) *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 1999;
35. H. Gronkiewicz-Waltz (red.), Izabela Flakiewicz [et al.], *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013;
36. M. Gutowski, *Nieważność czynności prawnej*, Warszawa 2017;
37. S. Grzybowski (red.), *System prawa cywilnego. Część ogólna*, t. I, Wrocław 1985;
38. K. Haładaj, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008;
39. K. Haładaj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009;
40. R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wóbel (red.), S. Biernat [et al.], *System prawa administracyjnego. Konstytucyjne podstawy funkcjonowania administracji publicznej. Tom 2*, Warszawa 2012;
41. R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel (red.), Z. Duniewska [et al.], *System prawa administracyjnego. Prawo administracyjne materialne. Tom 7*, Warszawa 2017;
42. P. van Hooghten (red.), *The European Takeover Directive and Its Implementation*, Oxford 2009;
43. K. J. Hopt, E. Wymeersch, *European Takeovers. Law and Practice*, London 1992;

44. M. Jakubiak, *Prawo rynku kapitałowego. Wprowadzenie. Podstawowe akty prawne*, Lublin 2011;
45. Z. Jara (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2017;
46. W. J. Katner, U. Promińska (red.), *Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, Warszawa 2010;
47. A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna*, Warszawa 2012;
48. A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2014;
49. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Komentarz do art. 301-633 k.s.h.*, Warszawa 2017;
50. A. Kidyba (red.), M. Michalski, *Spółka akcyjna*, Warszawa 2014;
51. A. Kienzler, *Słownik Prawniczo-Handlowy Angielsko-Polski. Finanse. Gospodarka. Prawo UE*, Janki 2005;
52. K. Kocemba, D. Latawiec-Chara, M. Tomczak, *Due diligence*, Warszawa 2011;
53. A. Koch, J. Napierała (red.), *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2017;
54. R. Kozierekiewicz, *Dictionary of Business Terms. English-Polish*, 2nd Edition, Vol. I, Warszawa 2010;
55. R. Kozierekiewicz, *Dictionary of Business Terms. Polish-English*, 2nd Edition, Vol. II, Warszawa 2010;
56. I. Kuska-Żak, M. Żak, *Komentarz do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, SIP LEX/el. 2006;
57. A. Viandier (red.), G. Lekkas, *L'harmonisation du droit des offres publiques et protection de l'investisseur: étude compare des règles en vigueur en France, qu Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique*, Paris 2001;
58. E. Łętowska (red.) *System Prawa Prywatnego. Prawo Zobowiązań – część ogólna. Tom 5*, Warszawa 2013;
59. E. Marszałkowska-Krześ, *Uchwały walnych zgromadzeń w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2000;
60. E. Marszałkowska-Krześ, *Ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym. Komentarz*, Warszawa 2001;
61. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011;
62. M. Michalska-Marciniak, *Zasada instancyjności w postępowaniu cywilnym*, Warszawa 2013;
63. M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004;
64. M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014;

65. A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Warszawa 2009;
66. R. Mroczkowski (red.), G. Borowski [et al.], *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014;
67. J. Napierała, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2006;
68. U. Nartowska, *Rechtsverlust nach § 28 WpHG*, Berlin 2013;
69. A. S. Nartowski, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016. Podręcznik*, GPW/el. 2016;
70. W. Nawrot, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Warszawa 2008;
71. E. Norek, *Krajowy rejestr sądowy i postępowanie rejestrowe*, Warszawa 2001;
72. D. K. Nowicki, *Działalność Komisji Nadzoru Finansowego w orzecznictwie Sądów Administracyjnych. Część IV: Nadzór nad rynkiem kapitałowym*, Warszawa 2017;
73. J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo Handlowe*, Warszawa 2012;
74. A. Olejniczak (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo zobowiązań – część ogólna. Tom 6*, Warszawa 2018;
75. A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010;
76. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010;
77. E. Oźga, *Słownik Terminologii Prawniczej*, Bydgoszcz-Warszawa 2005;
78. T. G. Papadopoulos, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*, Kluwer Law International 2010;
79. R. Pastusiak, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. Operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, Warszawa 2010;
80. J. Pieter, *Kryteria ocen i recenzji prac naukowych*, Warszawa 1978;
81. K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Tom I. Komentarz do art. 1-449¹⁰*, Warszawa 2018;
82. C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa 2003;
83. W. Popiołek, *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010;
84. S. Prechal, *Directives in EC Law*, Oxford 2005;
85. A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2016;
86. M. Pyziak-Szafnicka, P. Księżak (red.), *Kodeks cywilny. Część ogólna. Komentarz Lex*, Warszawa 2014;
87. W. Pyziół (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008;
88. Z. Radwański, A. Olejniczak, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2017;
89. Z. Radwański, A. Olejniczak, *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2018;
90. Z. Radwański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo cywilne – część ogólna. Tom 2*, Warszawa 2008;

91. M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2014;
92. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003;
93. E. Schwark (red.), H. Beck [et al.], *Kapitalmarktrechts – Kommentar*, München 2004;
94. E. Schwark, D. Zimmer (red.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4 Auflage*, München 2010;
95. M. Storck, J. Lasserre Capdeville (red.), *Code Monétaire et Financier. Commenté*, Dalloz/el. 2018;
96. M. Safjan (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo cywilne – część ogólna. Tom I*, Warszawa 2012;
97. B. Siemers, *Der Rechtsverlust nach § 59 WpÜG. Sanktionsmöglichkeiten bei verletzter Angebotspflicht aus § 35 WpÜG*, Hamburg 2009;
98. G. Sikorski, *Prawo Bankowe. Komentarz*, Warszawa 2015;
99. Slaughter and May, *A Guide to Takeovers in the United Kingdom*, London 2018;
100. L. Sobolewski (red.), A. Chłopecki [et al.], *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999;
101. S. Sołtysiński (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo spółek kapitałowych. Tom 17B*, Warszawa 2010;
102. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom I. Komentarz do artykułów 1-150*, Warszawa 2012;
103. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do artykułów 301-490*, Warszawa 2013;
104. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, Tom II, Warszawa 1998;
105. T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008;
106. T. Sójka (red.), M. Federowicz, M. Matczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz Lex*, Warszawa 2015;
107. T. Sójka (red.), M. Matczyński, A. Skoczylas, A. Waclawik-Wejman, R. Zawłocki, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2010;
108. J. A. Strzępka (red.), P. Piniór, W. Popiołek, J. A. Strzępka, E. Zielińska, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2015;
109. A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006;
110. R. F. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013;
111. M. Szymczak (red.), *Słownik języka polskiego PWN R-Z*, tom 3, Warszawa 1999;
112. M. Tarska, *Ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym. Komentarz*, Warszawa 2009;

113. A. Viandier, *OPA-OPE et autres offres publiques*, Paris 2014;
114. P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011;
115. P. Wajda, M. Szczepańska (red.), B. Baluta [et al.], *Ustawa o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej. Komentarz*, Warszawa 2017;
116. M. Wierzbowski, M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji spółek publicznych*, Warszawa 2002;
117. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 2. wydanie*, Warszawa 2014;
118. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. 3. wydanie*, Warszawa 2018;
119. M. Wincenciak, *Sankcje w prawie administracyjnym i procedura ich wymierzania*, Warszawa 2008;
120. A. W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny, t. III, Spółka akcyjna*, Warszawa 1993;
121. A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo Cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2017;
122. R. Wrzcionek, *Postępowanie notarialne w kodeksie spółek handlowych*, Warszawa 2013;
123. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012;
124. Ł. Zamojski, *Rejestracja spółek. Zagadnienia materialne i procesowe*, Warszawa 2008;
125. Ł. Zamojski, *Ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym. Komentarz*, Warszawa 2009;
126. J. J. Zięty, *Uprawnienia akcjonariuszy polskich spółek publicznych w świetle dyrektywy 2007/36/WE*, Warszawa 2015.

Artykuły i eseje

1. M. Barczak, *Obowiązki informacyjne związane z nabyciem znacznego pakietu akcji spółki publicznej*, Pr. Spółek 2009, Nr 6;
2. J. Berick, T. Shropshire, *The EU Takeover Directive in Context: A Comparison to the US Takeover Rules* (w:) P. van Hooghten (red.), *The European Takeover Directive and Its Implementation*, Oxford 2009;
3. M. Bielecki, *Podstawowe przejawy obowiązywania zasady lojalności*, Pr. Spółek 2005, Nr 4;
4. M. Bielecki, *Uprawnienia informacyjno – kontrolne akcjonariuszy w spółce akcyjnej*, Pr. Spółek 2004, Nr 1;
5. K. Bilweska, *Bezprawność z niedochowanie należytej staranności w rozumieniu art. 293 k.s.h.*, Palestra 2007, Nr 3-4;
6. K. Bilewska, *Podniesienie zarzutu nieważności uchwały przez współnika w przypadku jej niezaskarżenia*, Mon. Praw. 2012, Nr 11;

7. K. Bilewska, *Sprzecznosc uchwały walnego zgromadzenia z ustawą jako przesłanka stwierdzenia jej nieważności na podstawie art. 425 k.s.h.*, *Palestra* 2008, Nr 3-4;
8. K. Bilewska, *Tendencje w kształtowaniu się podmiotów uprawnionych do zaskarżania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, PPH 2014, Nr 9;
9. K. Bilewska, *Zaskarżanie uchwał zgromadzeń wspólników przez odwołanych członków zarządu – glosa do uchwały SN(7) z 1.3.2007 r., III CZP 94/06*, *Mon. Praw.* 2007, Nr 19;
10. K. Bilewska, A. Bohdanowicz, *Prawo do informacji – fundament statusu prawnego wspólników (akcjonariuszy) spółki kapitałowej*, HUK 2008, Nr 4;
11. K. Bilewska, M. Warzecha, *Dopuszczalność stosowania art. 58 § 3 k.c. do uchwał walnych zgromadzeń spółek kapitałowych – polemika*, PPH 2010, Nr 7;
12. P. Błaszczyk, *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, PPH 2017, Nr 8;
13. M. M. Brown, *The scope of the Williams Act and its 1970 amendments*, *The Business Lawyer* 1971, t. 26, Nr 5;
14. M. Budzicki, *Statut jako jeden z determinantów wyceny akcji polskich spółek publicznych*, PUG 2008, Nr 12;
15. M. Burkard, F. Panunzi, *Mandatory Bids, Squeeze-Out, Sell-Out, and the Dynamics of the Tender Offer Process* (w:) G. Ferrarini, K. J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch (red.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford 2004;
16. S. Byczko, *Przymusowy wykup akcji akcjonariuszy mniejszościowych – uwagi w 10 lat po wyroku w sprawie P 25/02*, PPH 2015, Nr 9;
17. M. Cejmer, N. Napierała, T. Sójka (red.), *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kraków 2005;
18. G. Cern, *Podejmowanie uchwał przez zarządy spółek kapitałowych*, PPH 2009, Nr 1;
19. A. Chłopecki, *(Niektóre) paradoksy prawa papierów wartościowych*, PPH 2016, Nr 9;
20. A. Chłopecki, *Akcje zdematerializowane w małżeńskiej wspólności majątkowej*, PPH 2008, Nr 10;
21. A. Chłopecki, *Informacja poufna w prawie papierów wartościowych* (w:) Nowicka A. (red.), *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi S. Sołtysińskiemu*, Poznań 2005;
22. A. Chłopecki, *Jeszcze raz o porozumieniach w spółkach publicznych*, PPW 2001, Nr 12;
23. A. Chłopecki, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, PPW 2001, Nr 9;
24. A. Chłopecki, *Materialnoprawne i legitymacyjne skutki tzw. record date*, PPH 2010, Nr 6;
25. A. Chłopecki, *Naruszenie obowiązków informacyjnych przy nabywaniu znacznych pakietów akcji*, *Gazeta Giełdy Parkiet* z dnia 11.05.2011 r., Nr 4533;

26. A. Chłopecki, *Prawna charakterystyka wezwań na sprzedaż i na zamianę akcji* (w:) M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010;
27. A. Chłopecki, *Przestępstwo manipulacji w prawie rynku kapitałowego* (w:) K. Weitz, J. Gudowski (red.), *Aurea praxis, aurea theoria. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Tadeusza Erecińskiego*, t. 2, Warszawa 2011;
28. A. Chłopecki, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, Nr 11;
29. A. Chłopecki, *Regulacje spółki publicznej a kodeks spółek handlowych*, PPH 2015, Nr 4;
30. A. Chłopecki, *Sposób tworzenie prawa, w tym wpływ prawa UE, na polskie prawo rynku kapitałowego*, NRK 2005, Nr 9;
31. A. Chłopecki, M. Mrowiec, *Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2000, Nr 1;
32. A. Chłopecki, *Wykorzystanie konstrukcji umowy ubezpieczenia na rynku finansowym a problem tzw. obejścia prawa*, PPH 2013, Nr 2;
33. P. H. Conac, *Le nouveau régime des franchissements de seuils issu de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et du Règlement général de l'AMF*, *Revue des sociétés* 2009, Nr 3;
34. D. Dąbrowski, *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną na podstawie walnego zgromadzenia w kodeksie spółek handlowych w świetle regulacji dyrektywy kapitałowej*, PPH 2008, Nr 8;
35. G. Domański, M. Goszczyk, *Nabycie akcji spółki publicznej – obowiązek ogłoszenia wezwań*, PPH 2007, Nr 4;
36. G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane zagadnienia prawne organizacji Walnego Zgromadzenia spółki akcyjnej*, PPH 2002, Nr 1;
37. G. Domański, L. Stępnia, *W kwestii „zgłoszenia zamiaru” nabycia znacznego pakietu akcji*, PPW 2000, Nr 2;
38. B. Draniewicz, *Legitymacja do wytoczenia powództwa przeciwko spółce*, Pr. Spółek 2005, Nr 5;
39. M. Dumkiewicz, A. Kidyba, *Glosa do uchwały SN (7) z 18 września 2013 r., III CZP 13/13*, MPH 2014, Nr 1;
40. M. Dyl, *Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego*, PPH 2004, Nr 9;
41. M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji a nabywanie akcji własnych przez spółki publiczne*, PPH 2004, Nr 1;
42. H. Fleischer, *Rechtsverlust nach § 28 WpHG und entschuldbarer Rechtsirrtum des Meldepflichtigen*, DB 2009, z. 25;

43. J. Frąckowiak, *Uchwały Zgromadzeń Wspólników spółek kapitałowych sprzeczne z ustawą*, PPH 2007, Nr 11;
44. B. Garlacz, *Wrogie przejęcia w świetle nowych regulacji prawa polskiego i XIII Dyrektywy WE – analiza porównawcza*, Mon. Praw. 2006, Nr 22;
45. Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia przez akcjonariusza, który utracił możliwość wykonywania prawa głosu na podstawie art. 89 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej*, Glosa 2013, Nr 3;
46. Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zawierania umów (porozumień) akcjonariuszy co do sposobu wykonywania prawa głosu*, PPH 2000, Nr 10;
47. S. Gawłowski, *SEG: najlepszy sąd to rynek*, Puls Biznesu z 2.10.2002 r.;
48. A. Gierat, *Zaskarżanie uchwał walnych zgromadzeń spółek kapitałowych w przepisach kodeksu spółek handlowych*, Pr. Spółek 2001, Nr 11-12;
49. M. Glicz, *Obowiązki publikacyjne emitentów w zakresie informacji poufnych*, PPH 2005, Nr 10;
50. B. Gliniecki, *Zaskarżenie tzw. „uchwał negatywnych” walnego zgromadzenia spółki akcyjnej – glosa do wyroku Sądu Najwyższego z 3 czerwca 2015 r., V CSK 592/14*, Glosa 2016, Nr 2;
51. M. Goclański, *Charakter prawny aktu głosowania a dopuszczalność oddania głosu przez pełnomocnika*, PPH 2002, Nr 7;
52. Ł. Goździaszek, *Elektroniczna postać pełnomocnictwa do uczestnictwa w WZ i wykonywania prawa głosu*, PPH 2009, Nr 6;
53. W. Grabiński, *Przeciw „racjonalnej apatii” – webcasting narzędziem umocnienia korporacyjnego statusu akcjonariusza*, Przegl. Corp. Govern. 2006, Nr 4;
54. M. Gutowski, *Charakter prawny oferty na tle niedawnych zmian w kodeksie cywilnym*, PiP 2005, z. 3;
55. M. Gutowski, *Dopuszczalność stosowania art. 58 § 3 k.c. do podlegających uchyleniu uchwał zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia spółek kapitałowych*, PPH 2009, Nr 12;
56. M. Gutowski, *Sankcja nieważności na tle uchwał organów spółek kapitałowych*, PPH 2007, Nr 12;
57. A. Hajos-Iwańska, *Działanie zarządu spółki-celu w procesie wrogiego przejęcia spółki publicznej*, PPH 2010, Nr 10;
58. O. Horwath, K. Oplustil, *Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy w świetle prawa polskiego i wspólnotowego*, PPH 2008, Nr 8;
59. M. Jackowski, *Ochrona praw nabytych a kryzys gospodarczy*, PiP 2009, Nr 8;
60. M. Jackowski, *Zasada ochrony praw nabytych w polskim prawie konstytucyjnym*, Prz. Sejm. 2008, Nr 1;

61. J. Jastrzębski, *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji Kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów)*, PPH 2009, Nr 9;
62. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009;
63. J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji w związku z planowaną nowelizacją ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2012;
64. W. Jurcewicz, *Nieważność uchwał w spółkach kapitałowych*, PPH 2008, Nr 5;
65. B. Kaczorowska, *Specyfika umowy adhezyjnej a zakres swobody kontraktowej*, RP 2009, Nr 3;
66. A. Kappes, *Elektroniczne głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy*, PPH 2009, Nr 6;
67. A. Kappes, *Konstytutywny charakter wyroku stwierdzającego nieważność uchwały? – krytycznie o uchwale siedmiu sędziów Sądu Najwyższego z 18.09.2013 r. (III CZP 13/13)*, PPH 2014, Nr 9;
68. W. J. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych (I)*, PPH 2002, Nr 3;
69. W. J. Katner, *Prawa mniejszości w spółkach kapitałowych (II)*, PPH 2002, Nr 4;
70. W. J. Katner, K. Osajda, *Niezgodne z prawem uchwały wspólników spółek kapitałowych – uwagi na tle uchwały składu siedmiu sędziów Sądu Najwyższego z 18.03.2013 r. (III CZP 13/13)*, PPH 2014, Nr 9;
71. S. Kamiński, *Znaczne pakiety akcji*, Głosa 2001, Nr 1;
72. A. Koch, *Charakter sankcji sprzecznych z prawem uchwał spółek kapitałowych*, PPH 2007, Nr 2;
73. T. Komosa, J. Modrzejewski, *Sposoby ochrony mniejszości w spółkach kapitałowych*, PUG 1991, Nr 11-12;
74. M. Kotlicki, *Przejęcia spółek publicznych w świetle nowych regulacji dotyczących rynku kapitałowego w Polsce*, NRK 2005, Nr 9;
75. L. Koziorowski, *Ustawa o ofercie publicznej – kierunek zmian*, NRK 2005, Nr 9;
76. M. Kruszyński, *Uchwały nieistniejące*, PPH 2008, Nr 7;
77. Z. Kuniewicz, B. Ziemianin, *Legitymacja czynna odwołanych członków władz spółki do zaskarżenia uchwał sprzecznych z ustawą*, Głosa 2008, Nr 1;
78. T. Kurnicki, *Legitymacja z akcji spółki publicznej do uczestnictwa w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy*, Pr. Spółek 2010, Nr 7-8;
79. R. Kwaśnicki, *Inwestorzy, konflikty i odpowiedzialność. Kto decyduje o prawach akcjonariusza na walnym zgromadzeniu?*, Gazeta Giełdy Parkiet z dnia 15 lutego 2016 r.;
80. R. L. Kwaśnicki, *Gra o tron na zgromadzeniu*, Puls Biznesu z 28 kwietnia 2015 r., Nr 80/2015;

81. R. L. Kwaśnicki, *Obowiązuje zasada sądowej kontroli weryfikacji uprawnień korporacyjnych*, Rzeczpospolita z 17.10.2011 r.;
82. R. L. Kwaśnicki, *Spółki publiczne: Sankcja powinna skłaniać do poprawy*, Rzeczpospolita z 22.11.2007 r.;
83. R. Lewandowski, A. Pióro, *Porozumienia akcjonariuszy*, Mon. Praw. 2008, Nr 19;
84. M. Lemonnier, J. J. Zięty, M. Mariański, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011, Nr 8;
85. O. Lipińska, *Ochrona spółki akcyjnej przed nadużywaniem praw wynikających z akcji*, PPH 2002, Nr 7;
86. E. Marszałkowska-Krześ, *Pojęcie uchwały negatywnej na tle przepisów Kodeksu handlowego o spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, PPH 1998, Nr 1;
87. M. Mataczyński, *Możliwość ustalenia przez spółkę nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza*, PPH 2014, Nr 10;
88. J. Matraszek, *Wyrok stwierdzający nieważność uchwały spółki kapitałowej*, PiP 2015, z. 5;
89. M. Michalski, *Akcje nieme według prawa polskiego*, PPH 2004, Nr 7;
90. M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczępienia uprawnień udziałowych z akcji*, PPH 2008, Nr 5;
91. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, PPH 2008, Nr 1;
92. M. Michalski, *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, PPW 2001, Nr 6;
93. M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej a regulacja pośredniego nabycia akcji przewidziana w KSH*, Mon. Praw 2012, Nr 5;
94. M. Michalski, *Ujednolicenie zasad dotyczących nabywania tzw. znacznych pakietów akcji w świetle ustawy z 25 czerwca 2010 r.*, PPH 2010, Nr 10;
95. M. Michalski, *Uwagi krytyczne o niektórych aspektów nowelizacji k.s.h. z 5.12.2008 r.*, PPH 2010, Nr 2;
96. A. Mikuła, A. Piotrowska, *Wyłączenie i ograniczenie prawa głosu w spółce akcyjnej*, PPH 2003, Nr 6;
97. P. Moskała, *Glosa do uchwały SN z 18 września 2013 r., III CZP 13/13*, Glosa 2014, Nr 4;
98. Z. Mrowiec, *Nowa regulacja rynku kapitałowego w Polsce*, NRK 2005, Nr 9;
99. J. Napierała, *Uwagi na temat wykładni prawa krajowego zgodnej z dyrektywami europejskiego prawa spółek*, HUK 2008, Nr 3;
100. U. Nartowska, *Stimmrechtsmeldepflichten und Rechtsverlust lines Legitimationsaktionärs nach §§ 21 ff. WpHG?*, NZG 2013, z. 4;
101. P. Ochmann, *Charakter sankcji nieważności wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, PPH 2018, Nr 10;

102. D. Opalska, *Obowiązek zarządu zwołania i współdziałania przy zwołaniu Zgromadzeń Wspólników (Walnych Zgromadzeń)*, Pr. Spółek 2011, Nr 7-8;
103. A. Opalski, *Reforma walnego zgromadzenie akcjonariuszy spółki akcyjnej – implementacja do prawa polskiego dyrektywy 2007/36/WE*, PPH 2009, Nr 5;
104. A. Opalski, *Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia*, PPH 2011, Nr 8;
105. A. Opalski, *Zasada jednakowego traktowania wspólników i akcjonariuszy*, PPH 2012, Nr 6;
106. A. Opalski, K. Oplustil, *Jeszcze w sprawie odpowiedzialności członków organów spółek kapitałowych*, PPH 2013, Nr 12;
107. J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH 2000, Nr 8;
108. J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Odpowiedzialność członków zarządu w spółkach kapitałowych – miernik staranności* (w:) A. Nowicka (red.), *Prawo prywatne czasu przemian. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi Stanisławowi Sołtysińskiemu*, Poznań 2005;
109. J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Zasada równego traktowania akcjonariuszy na gruncie k.s.h.*, PPH 2002, Nr 10;
110. J. Okolski, A. Opalski, *Porozumienia akcjonariuszy*, PPH 1999, Nr 2;
111. J. Okolski, D. Wajda, *Odpowiedzialność członków zarządu spółek kapitałowych*, PPH 2007, Nr 2;
112. J. Okolski, D. Wajda, *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, PPH 2005, Nr 6;
113. K. Oplustil, *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, Prz. Leg. 2005, Nr 3;
114. K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim – uwagi de lege lata i de lege ferenda*, Pr. Spółek 2006, Nr 5;
115. K. Oplustil, *O potrzebie proeuropejskiej wykładni polskiego prawa spółek*, PPH 2010, Nr 10;
116. K. Oplustil, *Pełnomocnictwo do występowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej po nowelizacji Kodeksu Spółek Handlowych ustawą z 5.12.2008 r.*, PPH 2009, Nr 11;
117. K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, PPH 2015, Nr 5;
118. S. F. Oppenhoff, *Implementation of the European Takeover Directive in Germany* (w:) P. van Hooghten (red.), *The European Takeover Directive and Its Implementation*, Oxford 2009;
119. K. Osajda, *Glosa do wyroku SN z dnia 13 lutego 2004 r., II CK 438/02*, Glosa 2005, Nr 3;
120. K. Osajda, *Trzyście uwag krytycznych do uchwały składu 7 sędziów Sądu Najwyższego z 18.09.2013 r. (III CZP 13/13)*, PPH 2014, Nr 10;

121. Y. Paclot, *Confirmation de l'incompétence du bureau de l'assemblée en matière de privation des droits de vote en cas de franchissement de seuil résultant d'une action de concert contestée*, Revue des sociétés 2012, Nr 9;
122. R. Pacud, *Glosa do wyroku SN z dnia 18 marca 2014 r., II UK 374/13*, OSP 2016, Nr 2;
123. D. Paćkowski, *Sprawa o odszkodowanie dla Abrisu za FRM Bank wróci w listopadzie*, Stockwatch z 25.07.2018 r.;
124. M. Pawełczyk, T. Tałaj, *Statutowe obowiązki informacyjne nabywcy akcji a wykonanie prawa głosu przez akcjonariusza*, PUG 2008, Nr 3;
125. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Celowość zaskarżania uchwał zgromadzeń udziałowców – uwagi na tle problematyki „uchwał negatywnych”*, Pr. Spółek 2009, Nr 9;
126. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *„Wyjście” współnika lub akcjonariusza ze spółki kapitałowej*, PPH 2010, Nr 7;
127. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Kognicja sądu rejestrowego w zakresie kontroli uchwał zgromadzenia współników albo walnego zgromadzenia*, Pr. Spółek 2010, Nr 6;
128. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Legitymacja czynna na gruncie art. 250 i 422 § 2 k.s.h.*, Pr. Spółek 2007, Nr 10;
129. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Nieważne i podlegające stwierdzeniu nieważności uchwały walnego zgromadzenia spółki komandytowo-akcyjnej*, PPH 2009, Nr 11;
130. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 1)*, Pr. Spółek 2010, Nr 3;
131. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)*, Pr. Spółek 2010, Nr 4;
132. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Sądowa kontrola uchwał zgromadzeń w spółkach kapitałowych w postępowaniu rejestrowym*, PPH 2010, Nr 2;
133. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wpływ wadliwych aktów głosowania na ważność uchwał zgromadzeń w spółkach kapitałowych*, PPH 2007, Nr 8;
134. A. Pęczyk-Tofel, M. S. Tofel, *Wykonywanie prawa głosu i zaskarżania uchwał Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy*, Pr. Spółek 2009, Nr 10;
135. K. Pietrzykowski, *Bezwzględnie nieważne uchwały walnego zgromadzenia spółdzielni (de lege lata i de lege ferenda)* (w:) Z. Banaszczyk (red.), *Prace z prawa prywatnego. Księga pamiątkowa ku czci Sędziego Janusza Pietrzykowskiego*, Warszawa 2000;
136. P. Pinior, *Obowiązek wykonania uchwały sprzecznej z prawem*, PPH 2014, Nr 9;
137. P. Pinior, *Osobiste uprawnienia współników i akcjonariuszy w spółkach kapitałowych*, Pr. Spółek 2010, Nr 2;
138. P. Pinior, W. Wyrzykowski, *Przymusowy wykup i odkup akcji w spółkach publicznych i niepublicznych*, Pr. Spółek 2008, Nr 9;

139. M. Pokojska, *Znaczące pakiety akcji*, CFO. Magazyn Finansistów 2005, Nr 7;
140. A. Puchalski, *Polska regulacja przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych na tle prawa unijnego*, PPH 2015, Nr 1;
141. A. Puchalski, M. Zmysłowska, *Podmiot uprawniony do rozpoczęcia procedury zniesienia dematerializacji akcji - uwagi na kanwie art. 91 ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2013, Nr 8;
142. Z. Radwański, *Jeszcze o charakterze prawnym oferty*, PiP 2005, z. 3;
143. K. Radzikowski, *Skutki wadliwości czynności cywilnoprawnej w świetle ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych*, RPEiS 2008, z. 1;
144. T. Regucki, *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji – uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych*, TPP 2012, Nr 3;
145. M. Romanowski, *Absolutorium w spółce kapitałowej*, PPH 2002, Nr 1;
146. M. Romanowski, *Akcje nieme*, PiP 2003, Nr 7;
147. M. Romanowski, *Czy uchwała zgromadzenia udziałowców spółki kapitałowej sprzeczna z normą dyspozytywną jest sprzeczna z prawem*, PPH 2011, Nr 4;
148. M. Romanowski, *Glosa do uchwały SN z 27.03.2003 r., I KZP 6/03*, PPH 2004, Nr 5;
149. M. Romanowski, *Nabywanie akcji w trybie publicznego wezwania*, PPH 1999, Nr 11;
150. M. Romanowski, *Nabywanie znacznych pakietów akcji własnych spółek publicznych*, PPH 2004, Nr 5;
151. M. Romanowski, *Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie*, PPH 2008, Nr 1;
152. M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009, Nr 3;
153. M. Romanowski, *Zamiar nabycia akcji a obowiązek uzyskania zgody KPWiG*, PPW 2000, Nr 1;
154. M. Romanowski, *Zasada „1 akcja – 1 głos” a natura spółki akcyjnej*, HUK 2008, Nr 4(6);
155. M. Romanowski, *Zasada jednakowego traktowania udziałowców spółek kapitałowych (I)*, PPH 2005, Nr 1;
156. M. Romanowski, *Zasada jednakowego traktowania udziałowców spółek kapitałowych (II)*, PPH 2005, Nr 2;
157. M. Romanowski, K. Grabowski, *Czy nowelizacja k.s.h. z 5. 12. 2008 r. jest adekwatna do modelu walnego zgromadzenia przewidzianego dyrektywą 2007/36/WE – polemika*, PPH 2010, Nr 11;
158. N. Rontchevsky, *Le bureau de l'assemblée n'est pas une juridiction pouvant trancher une contestation quant à l'existence d'une action de concert, qui peut être démontrée, en l'absence d'accord écrit, par un faisceau d'indices graves, précis et concordants*, RTD Com. 2012, Nr 3;

159. N. Rontchevsky, *Injonction à une personne physique de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'une société cotée: réflexions sur le pouvoir d'injonction du juge judiciaire en matière d'offre publique*, RTD Com. 2006, Nr 1;
160. S. Sachno, *GPW: jeden sąd dla rynku*, Gazeta Giełdy Parkiet z dnia 22.07.2010 r.;
161. K. Sadowska, *Trybunał Konstytucyjny uzbroił drobnych akcjonariuszy*, Gazeta Giełdy Parkiet z dnia 01.03.2006 r.
162. W. Sawicz, *Implementacja zasady neutralności sformułowanej w XIII Dyrektywie UE w sprawie ofert przejęć (2004/25/WE) do krajowych porządków prawnych państw członkowskich UE (ze szczególnym uwzględnieniem Polski)*, Studia Lubuskie 2013, Tom IX;
163. W. Sawicz, *Kształtowanie zasad wykonywania mandatu funkcjonariuszy spółki akcyjnej w warunkach „wrogiego przejęcia” na gruncie XIII Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia (2004/25/WE)*, Studia Lubuskie 2012, Tom VIII;
164. A. Scalia, *Common-Law Courts in Civil-Law System: The Role of United States Federal Courts in Interpreting the Constitution and Laws* (w:) A. Scalia, A. Gutmann (red.), *A matter of Interpretation: Federal Courts and the Law*, Princeton 1997;
165. J. M. Schaller, *Establishing a Federal Capital Market Court of First Instance – Why not?*, Jusletter z 19.04.2010 r.;
166. S. Schneider, U. Schneider, *Der Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG bei Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Meltpflichten – zugleich eine Untersuchung zu § 20 Abs. 7 AktG und § 59 WpÜG*, ZIP 2006, z. 11;
167. A. Skoczylas, *Sankcje administracyjne jako środek nadzoru nad rynkiem kapitałowym* (w:) M. Stahl, R. Lewicka, M. Lewicki (red.), *Sankcje administracyjne. Blaski i cienie*, Warszawa 2011;
168. P. Sobolewski, *Kontrowersje wokół nieistnienia i nieważności czynności prawnej*, PPH 2009, Nr 5;
169. P. Sokal, *Obowiązki spółek publicznych oraz akcjonariuszy w związku z nabyciem znacznych pakietów akcji*, Pr. Spółek 2006, Nr 12;
170. P. Sokal, *Wykorzystywanie praw korporacyjnych oraz rematerializacja akcji w spółkach publicznych*, Pr. Spółek 2007, Nr 3;
171. S. Sołtysiński, *Czy „istnieją” uchwały „nieistniejące” zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni?*, PPH 2006, Nr 2;
172. S. Sołtysiński, *Glosa do wyroku SN z dnia 13 lutego 2004 r. , II CK 438/02*, OSP 2006, Nr 5, poz. 53;
173. S. Sołtysiński, *Nieważne i wzruszalne uchwały zgromadzeń spółek kapitałowych*, PPH 2006, Nr 1;

174. S. Sołtysiński, *Osobiste uprawnienia udziałowców w spółkach kapitałowych. Przyczynek do analizy art. 159 i 354 k.s.h.* (w:) A. Całus [et al.], *Studia z prawa prywatnego gospodarczego. Księga pamiątkowa ku czci Profesora Ireneusza Weissa*, Kraków 2003;
175. S. Sołtysiński, *Rozważania o nieważnych i „nieistniejących” czynnościach prawnych ze szczególnym uwzględnieniem uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni*, (w:) A. Brzozowski, W. Kocot, K. Michałowska (red.), G. Alpa [et al.], *W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, Warszawa 2007;
176. S. Sołtysiński, W. Popiołek, *Legitymacja czynna odwołanych członków władz spółki do zaskarżenia uchwał sprzecznych z ustawą*, PPH 2007, Nr 10;
177. T. Sójka, *Nabywanie akcji własnych w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2004, Nr 9;
178. T. Sójka, *Zasada równego traktowania akcjonariuszy w kodeksie spółek handlowych – zagadnienia podstawowe*, RPEiS 2000, Nr 3;
179. A. Stelmachowski, *Zasada jedności prawa cywilnego (Teoria i praktyka)*, PUG 1980, Nr 2;
180. P. M. Szelenbaum, *Działnie w porozumieniu w spółce publicznej*, MPB 2016, Nr 4;
181. A. Szumański, *Sąd Rynku Kapitałowego jako mechanizm wdrażania Zasad Ładu Korporacyjnego (próba prawej oceny koncepcji powołania tego Sądu)*, Prz. Corp. Govern. 2003, Nr 1;
182. R. F. Szymański, *Liberalizacja obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych w świetle nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z 26.01.2017 r.*, PPH 2017, Nr 4;
183. K. Tapek, *Zakres kognicji sądu rejestrowego w stosunku do uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych; sposób reprezentacji spółki przez jednoosobowy zarząd – glosa do postanowienia Sądu Najwyższego z 24.07.2013, sygn.: III CNP 1/13*, Glosa 2015, Nr 1;
184. M. S. Tofel, *„Uchwały negatywne” na gruncie Kodeksu spółek handlowych*, Pr. Spółek 2007, Nr 2;
185. M. S. Tofel, *Uchwały nieistniejące na gruncie kodeksu spółek handlowych*, PiP 2007, Nr 4;
186. M. S. Tofel, *Nieważność uchwał na gruncie art. 252 § k.s.h. i art. 425 § 1 k.s.h.*, PPH 2006, Nr 8;
187. M. S. Tofel, *Wpływ głosów nieważnych na ważność i istnienie uchwały – uwagi na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2006, Nr 11;
188. M. Torończyk, *Decyzja z art. 25n ust. 1 ustawy – Prawo bankowe*, MPB 2015, Nr 4;
189. E. Twaróg, *Cichy finał sprawy FM Banku PBP*, Puls Biznesu z 23.02.2016 r.;
190. M. Ventrizzo, *The Thirteenth Directive and The Contrast Between European and U.S. Takeover Regulation*, Texas International Law Jurnal 2006, Nr 2;

191. C. Vocke, *Zum Rechtsverlust nach § 28 WpHG bei Verstößen gegen Stimmrechtsmitteilungspflichten*, BB 2009;
192. D. Wajda, *Dopuszczenie akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu*, Pr. Spółek 2007, Nr 4;
193. W. Walasek, *Polska regulacja przymusowego wykupu drobnych akcjonariuszy spółek publicznych (squeeze out)*, PPH 2008, Nr 2;
194. S. Widder, *Rechtsnachfolge in Mitteilungspflichten nach § 21 ff. WpHG, § 20 AktG*, NZG 2004, z. 6;
195. M. Wierzbowski, *Zależności oraz porozumienia akcjonariuszy w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 2002, Nr 5;
196. A. W. Wiśniewski, „*Uchwała negatywna*” w spółce kapitałowej, RP 1992, Nr 3;
197. M. Wołangiewicz, *Środki obrony przed wrogim przejęciem stosowane na etapie poprzedzającym wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji*, PPH 2018, Nr 6;
198. M. Wołangiewicz, *Typologia przejęć spółek publicznych*, PPH 2018, Nr 3;
199. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *The European Takeover Directive: A commentary* (w:) P. van Hooghten (red.), *The European Takeover Directive and Its Implementation*, Oxford 2009;
200. R. Woźniak, *Wpływ sankcyjnego pozbawienia prawa głosu określonego w art. 89 ustawy o ofercie publicznej na uprawnienia korporacyjne akcjonariusza spółki publicznej*, PPH 2015, Nr 10;
201. R. Woźniak, *Zasady ustalania ceny w przymusowym wykupie w przypadku spółki publicznej*, PPH 2014, Nr 7;
202. R. Wrzecień, *Kontrola sądu rejestrowego nad czynnościami notarialnymi w spółkach kapitałowych*, PPH 2007, Nr 2;
203. E. Wymeersch, *The Mandatory Bid: A Critical View* (w:) K. J. Hopt, E. Wymeersch, *European Takeovers. Law and Practice*, London 1992;
204. A. Zbiegień, *Glosa do wyroku Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2005 r. (sygn. akt: III CK 296/04)*, Przegląd Sądowy 2007, Nr 11-12;
205. U. Zielińska, *Przymusowy wykup akcji można zaskarżyć*, Gazeta Giełdy Parkiet z dnia 06.06.2006 r.;
206. P. Zięba, *Glosa do uchwały SN z 18 września 2013 r., III CZP 13/13*, Glosa 2014, Nr 4;
207. J. J. Zięta, *Zwołanie nadzwyczajnego walnego zgromadzenia przez akcjonariuszy w trybie art. 399 § 3 i art. 400 § 1 k.s.h. - koszty oraz obowiązki zwołujących i organów spółki*, PPH 2010, nr 8.

Pozostałe źródła (internetowe)

1. A. Angelillis, C. Mosca, *The Thirteenth Directive on Takeover Bids: A First Analysis in the Light of the Initial Experiences after Transposition by Member States and the Position Expressed in the European Commission Document*, referat wygłoszony podczas konferencji Italian Society of Law and Economics, Uniwersytet Bocconi, Mediolan 9-10.11.2007 r., (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://www.side-isle.it/ocs/viewpaper.php?id=57&cf=1> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
2. O. Stone (reż.), *Wall Street*, 20th Century Fox, USA 1987, [DVD], dystrybucja: Imperial;
3. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016 uchwalone Uchwałą Nr 26/1413/2015 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2015 r. (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/dobre-praktyki> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
4. francuski *Règlement général de l'Authorité des marchés financiers en vigueur au 29 octobre 2018* (wersja aktualizowana według stanu na dzień 29 października 2018 r. dostępna *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.amf-france.org/eli/fr/aai/amf/rg/notes/fr.html> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
5. *Guide to the Financial List* (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gov.uk/government/publications/financial-list-guide> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
6. Informacje o australijskim *Australian Takeovers Panel* (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://www.takeovers.gov.au/content/DisplayDoc.aspx?doc=about/about_the_panel.htm [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
7. Informacje o brytyjskim *Takeover Panel* (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/organisation-chart> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
8. Informacje o irlandzkim *Irish Takeover Panel* (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://irishtakeoverpanel.ie/about/> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
9. Informacje o nowozelandzkim *Takeovers Panel* (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://www.takeovers.govt.nz/about-the-panel/> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
10. Komunikat agencji ratingowej FTSE Russell z dnia 7 września 2018 r. pt. „Poland – Developed Market Status (FTSE RAFI™ Index Series)” (dostępny *on-line* na stronie internetowej FTSE Russell pod adresem: <https://www.ftse.com/products/index-notices/home/getnotice/?id=2590013> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);

11. Komunikat GPW z dnia 27 września 2018 r. pt. „Polska w gronie 25-ciu najbardziej rozwiniętych rynków świata” (dostępny *on-line* na stronie internetowej GPW pod adresem: https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107464&title=Awans+Polski+do+grona+rynk%C3%B3w+rozwi%C4%99tych [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
12. Komunikat z 211. Posiedzenia KNF z dnia 8 kwietnia 2014 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/?articleId=52864&p_id=18 [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
13. Komunikat z 390. posiedzenia KNF w dniu 18 maja 2018 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_18_05_2018.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
14. Lista agencji informacyjnych w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej opublikowana przez KNF (dostępna *on-line* na stronie internetowej pod adresem: http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/espi [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
15. Opracowania wieloletnie Informatora Statystycznego Wymiaru Sprawiedliwości (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://isws.ms.gov.pl/pl/baza-statystyczna/opracowania-wieloletnie> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
16. Opracowanie Biura TK pt. *Proces prawotwórczy w świetle orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego*, Warszawa 2015 (dostępne *on-line* na stronie internetowej Trybunału Konstytucyjnego pod adresem: http://trybunal.gov.pl/fileadmin/content/dokumenty/proces_prawotworczy.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
17. Opracowanie KNF pt. Informacje na temat Sądu Polubownego przy Komisji Nadzoru Finansowego (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Informacja_SP_przy_KNF%20%28002%29_57752.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
18. Projekt nr UC130 z dnia 6 listopada 2018 r. ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
19. Projekt nr UD144 z dnia 9 września 2014 r. ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych wraz z uzasadnieniem (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343/katalog/228388#228388> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);

20. Raport bieżący nr 19/2018 spółki British Automotive Holding S.A. z dnia 17 stycznia 2018 r. (raport bieżący dostępny *on-line* stronie internetowej pod adresem: <https://ba-holding.pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
21. Raport bieżący nr 20/2017 spółki Lotos S.A. z dnia 13 września 2017 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: http://inwestor.lotos.pl/1185/p,194,i,970/raporty_i_dane/raporty_biezace/zawiadomienie_znaczone_pakiety_akcji [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
22. Raport bieżący nr 25/2018 spółki Polwax S.A. z dnia 5 listopada 2018 r. (raport dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://inwestor.polwax.pl/pl/inwestor/aktualnosci/529/raport_biezacy_nr_252018 [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
23. Raport bieżący nr 33/2015 spółki MNI S.A. z dnia 23 września 2015 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://mni.pl/raportybiezace/rb-rok-2015> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
24. Raport bieżący nr 34/2018 spółki Decora S.A. z dnia 22 października 2018 r. (raport dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://www.decora.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-biezace/2018/34-2018/> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
25. Raport bieżący nr 38/2015 spółki Hyperion S.A. z dnia 20 października 2015 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://hyperion.pl/2015/43> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
26. Raport bieżący nr 44/2015 spółki Hyperion S.A. z dnia 4 listopada 2015 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://hyperion.pl/2015/43> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
27. Raport bieżący nr 50/2018 spółki Serinus Energy Inc. z dnia 28 czerwca 2018 r. (raport dostępny *on-line* na stronie internetowej spółki pod adresem: http://serinusenergy.com/wp-content/uploads/2018/06/rb-50_2018.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
28. Raport bieżący nr 65/2015 spółki Platynowe Inwestycje S.A. z dnia 25 września 2015 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://raporty.platyn.pl/?m=201509> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
29. Raport bieżący nr 67/2015 spółki Platynowe Inwestycje S.A. z dnia 25 września 2015 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://raporty.platyn.pl/?m=201509> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
30. Regulamin Obrad Walnego Zgromadzenia KGHM Polska Miedź S.A. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://kgm.com/pl/wza-regulamin> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
31. Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przyjęty Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 4 stycznia 2006 r. ze zm. (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 30 kwietnia 2018

- r., dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
32. Regulamin Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. uchwalony Uchwałą Nr 9/1564/2018 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 19 lutego 2018 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
 33. Regulamin Sądu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. uchwalony przez Sąd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/pub/GPW/pdf/RegulaminSadGieldowy.pdf> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
 34. Regulamin Sądu Polubownego przy Komisji Nadzoru Finansowego uchwalony Uchwałą Nr 61/2016 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 19 stycznia 2016 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Regulamin_Sadu_44432.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
 35. Regulamin Walnego Zgromadzenia PKO BP S.A. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://www.pkobp.pl/media_files/89167478-7c0f-4795-af04-1fd724d44cf6.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
 36. Regulamin Walnego Zgromadzenia Polskiego Koncernu Naftowego ORLEN S.A. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: http://www.orklen.pl/PL/OFirmie/Documents/Regulamin_Walnego_Zgromadzenia.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
 37. Relacja z dyskusji Przeglądu Corporate Governance: „*Kto i na jakich zasadach może (ma prawo) decydować o obecności lub liczbie głosów akcjonariusza na WZ?*”, GPW, Warszawa, 10 września 2013 r. (dostępna *on-line* do pobrania na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
 38. Stanowisko UKNF z maja 2007 r. w sprawie realizacji obowiązku z art. 73 ustawy o ofercie publicznej przez podmioty działające w porozumieniu, sygn. akt DPP-P-004/2007 (dostępne *on-line* na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/art_72_i_73_ustawy_o_ofercie_1838.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);
 39. Stanowisko UKNF z dnia 17 marca 2014 r. w sprawie obowiązku z art. 69 ustawy o ofercie publicznej, sygn. akt DNO/WPR/4750/9/1/2014/AS (dostępne *on-line* na stronie internetowej KNF pod adresem: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_ustawa_o_ofercie_17_03_2014_37327.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.);

40. Statut Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje-prawne> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
41. Skład Sądu Giełdowego przy Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/sad-gieldowy> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
42. Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP uchwalone Uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 17 października 2012 r. ze zm. (tekst ujednoczony według stanu prawnego na dzień 5 października 2018 r. dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/regulacje> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
43. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy – Kodeks spółek handlowych, druk nr 1687 z dnia 4 lutego 2000 r. (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <http://orka.sejm.gov.pl/Rejestr.d.nsf/wgdruk/1687> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
44. Uzasadnienie Projektu nr UC130 z dnia 6 listopada 2018 r. ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (dostępne *on-line* na stronie internetowej pod adresem: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000/katalog/12549052#12549052> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
45. Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki Robyng S.A. ogłoszone dnia 1 grudnia 2017 r. przez spółkę Bricks Acquisitions Limited (dostępne *on-line* na stronie internetowej Polskiej Agencji Prasowej S.A. pod adresem: <http://biznes.pap.pl/pl/news/search/info/29099606,wezwanie-do-zapisywania-sie-na-sprzedaz-akcji-robyng-sa-ogloszone-przez-bricks-acquisitions-limited> [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
46. Wykaz kar nałożonych przez KNF (dostępny *on-line* na stronie internetowej pod adresem: https://www.knf.gov.pl/o_nas/Kary_nalozone_przez_KNF [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]);
47. Załącznik nr 2 do raportu bieżącego nr 23 spółki Robyng S.A. z dnia 7 marca 2018 r. (dostępny *on-line* na stronie internetowej spółki Robyng S.A. pod adresem: https://ri.robbyng.pl/wp-content/uploads/sites/3/2018/01/Bricks-Acquisitions-Limited_07.03.2018.pdf [dostęp: 1 stycznia 2019 r.]).