

Uniwersytet Jagielloński w Krakowie

Wydział Prawa i Administracji



PRACA DOKTORSKA

Sebastian Trzcina

**Rozszczepianie praw akcjonariuszy spółek publicznych
a obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji
wynikające z prawa rynku kapitałowego**

Praca doktorska napisana pod opieką naukową
dr. hab. Krzysztofa Oplustila, prof. UJ
w Katedrze Publicznego Prawa Gospodarczego
i Polityki Gospodarczej WPiA UJ

Kraków 2023

Pracę doktorską dedykuję:
Wioletcie Skrzyńskiej i Annie Trzcinie

Wykaz skrótów

Akty prawne

- Code de commerce* - francuski kodeks handlowy *Code de commerce* („*Journal officiel de la République française*” z 28 sierpnia 2023 r., nr 0200).
- Code of Federal Regulations* amerykański kodeks *Code of Federal Regulations* (<https://www.ecfr.gov/> dostęp 31.08.2023).
- Code monétaire et financier* - francuski kodeks *Code monétaire et financier*, („*Journal officiel de la République française*” z 22 lipca 2023 r., nr 631).
- 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 o transparentności - 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 w sprawie 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.).
- KC - ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1025 ze zm.).
- KPC - ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1360 ze zm.).
- KSH - ustawa z dnia 15 września 2001 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1577 ze zm.).
- Kodeks handlowy lub KH - rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy (Dz. U. z 1934 r. Nr 57, poz. 502 ze zm.).
- POPW - 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.).
- Règlement général* - *Règlement général de l'Authorité des marchés financiers*, tj. generalne zasady wydane przez

francuski organ nadzoru nad rynkami finansowymi – AMF.

- NRK - ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 621 ze zm.).
- Securities Exchange Act* - amerykańska ustawa z 1934 r. – *Securities Exchange Act* (Pub. L. No. 73-291, 48 Stat. 881).
- UOIF - ustawa z dnia z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1768 ze zm.).
- UOP - 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.).
- UOPDP - ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jedn. Dz. U. z 2022 r., poz. 2587 ze zm.).
- UOR - 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*) (*BGBI. Jahrgang 1998 Teil I*, s. 2708 ze zm.).

WpÜG - niemiecka ustawa z dnia 20 grudnia 2001 r. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (*BGBI. Jahrgang 2001 Teil I*, s. 3822 ze zm.).

Sądy, instytucje i organy administracyjne

AMF *Autorité des marchés financiers*, tj. francuski organ nadzoru nad rynkami finansowymi.

BaFin *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, tj. niemiecki organ nadzoru nad rynkami finansowymi.

CESR *Committee of European Securities Regulators*, tj. Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych.

ESMA *European Securities and Markets Authority*, tj. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

GPW Giełda Papierów Wartościowych.

KDPW Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

KE Komisja Europejska.

KNF Komisja Nadzoru Finansowego.

NASDAQ *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*, tj. giełda papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych.

NYSE	<i>New York Stock & Exchange</i> , tj. Nowojorska Giełda Papierów Wartościowych.
SEC	<i>United States Securities and Exchange Commission</i> , tj. Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.
SN	Sąd Najwyższy.
TSUE	Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej.

Inne

ang.	angielska wersja językowa.
art.	artykuł.
lit.	litera.
nb.	numer brzegowy.
np.	na przykład.
m.in.	między innymi.
MSiG	Monitor Sądowy i Gospodarczy.
nr	numer.
pkt	punkt.
poz.	pozycja.
Sp. z o.o.	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.
S.A.	spółka akcyjna.
t.j.	tekst jednolity.

tj.	to jest.
tn.	to znaczy.
UE	Unia Europejska.
ust.	ustęp.
ze zm.	ze zmianami.
zd.	zdanie.

Spis treści

Wykaz skrótów	3
Wprowadzenie	14
Przybliżenie tematu problematyki poruszanej w toku dysertacji	14
Cele naukowe pracy	18
Metody badawcze	20
Rozdział 1. Prawa inkorporowane w akcjach oraz możliwość ich rozszczepiania	21
1.1 Prawa inkorporowane w akcjach	21
1.1.1 Prawa majątkowe	22
1.1.2 Prawa korporacyjne	32
1.1.3 Akcesoryjność praw korporacyjnych	38
1.1.4 Przysługiwanie prawa, dysponowanie prawem a posługiwanie się prawem.....	41
1.2 Spółka publiczna jako normatywny podtyp spółki akcyjnej.....	45
1.3 Poglądy doktryny na temat rozszczepialności praw udziałowych.....	48
1.3.1 Historyczne poglądy dotyczące rozszczepiania praw udziałowych w Polsce i droga do opracowania obecnych stanowisk funkcjonujących w doktrynie	48
1.3.2 Aktualne poglądy doktryny nt. rozszczepiania praw korporacyjnych.....	52
1.3.3 Podsumowanie – wskazanie optymalnego zakresu granic rozszczepiania praw akcyjnych.....	74
Rozdział 2. Przykłady rozszczepiania praw akcyjnych i ich znaczenie	79
2.1 Podstawowe sposoby rozszczepienia praw korporacyjnych i majątkowych w spółkach publicznych	79
2.1.1 Dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu	79
2.1.2 Użytkownie i zastaw na akcjach.....	84
2.1.3 Pełnomocnictwo	86
2.1.4 Uprawnienia wierzyciela związane z zajęтыми akcjami.....	90

2.2 <i>The new vote buying</i> i teoria ukrytej własności akcji – rozszczępienie ekonomicznej własności akcji od praw organizacyjnych.....	93
2.2.1 <i>Empty voting</i>	93
2.2.2 <i>Hidden ownership</i>	95
2.2.3 <i>Hybrid decoupling</i>	96
2.2.4 <i>A new vote buying</i> a rozszczępienie praw akcyjnych.....	98
2.2.5 Przykłady	100
2.3. Zjawisko tzw. parkowania akcji.....	108
2.3.1 Parkowanie akcji w zagranicznej fundacji	110
2.3.2 Nabywanie akcji przez podmioty zaprzyjaźnione	111
2.3.3 Usługa parkowania akcji świadczona przez dom maklerski	112
2.4 Znaczenie rozszczępienia uprawnień akcyjnych	113
Rozdział 3. Obowiązki nabywców dużych pakietów akcji wynikające z prawa rynku kapitałowego.....	115
3.1 Wprowadzenie.....	115
3.2 Transparentność rynku oraz ochrona inwestorów i akcjonariuszy mniejszościowych	116
3.2.1 Transparentność rynku kapitałowego.....	116
3.2.2 Ochrona inwestorów na rynku kapitałowym	123
3.2.3 Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych	124
3.3 Źródła regulacji z zakresu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych	126
3.3.1 Prawo unijne	127
3.3.2 Prawo krajowe.....	130
3.4. Obowiązki notyfikacyjne	132
3.4.1 Dyrektywa o przejrzystości w starym brzmieniu	132
3.4.2 Dyrektywa 2013/50/UE	135
3.4.3 Polskie regulacje dotyczące obowiązków notyfikacyjnych	141

3.5	Obowiązki ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji	160
3.5.1	dyrektywa w sprawie ofert przejęcia.....	160
3.5.2	Polskie regulacje dotyczące obowiązków wezwaniowych.....	162
3.6	Przymusowy wykup i odkup akcji	168
3.6.1	Przymusowy wykup akcji	168
3.6.2	Przymusowy odkup akcji (żądanie wykupu).....	169
3.6.3	Przymusowy wykup i odkup akcji a rozszczepianie praw majątkowych i korporacyjnych	170
3.7	Rozszerzony katalog sytuacji skutkujących powstaniem obowiązku notyfikacyjnego lub wezwaniowego	171
3.7.1	Nabywanie kwitów depozytowych	173
3.7.2	Działanie osoby trzeciej – parkowanie akcji / miękkie parkowanie.....	174
3.7.3	Udzielanie pełnomocnictwa.....	176
3.7.4	Działanie w porozumieniu	177
Rozdział 4.	Rozwiązania funkcjonujące w innych jurysdykcjach	184
4.1	Wstęp	184
4.2	Prawo francuskie	185
4.2.1	Obowiązki notyfikacyjne	186
4.2.2	Obowiązki wezwaniowe	191
4.2.3	Działanie w porozumieniu (<i>acting in concert</i>).....	195
4.2.4	Notyfikacja intencji gospodarczych	197
4.3	Prawo niemieckie	199
4.3.1	Obowiązki notyfikacyjne	200
4.3.2	Obowiązki wezwaniowe	205
4.3.3.	Działanie w porozumieniu (<i>acting in concert</i>).....	209
4.3.4	Notyfikacja celów gospodarczych	212

4.4 Prawo amerykańskie	214
4.4.1 Obowiązki notyfikacyjne	215
4.4.2 Obowiązki wezwaniowe	218
4.4.3 Działanie w porozumieniu (<i>acting in concert</i>)	219
4.4.4 Notyfikacja celów gospodarczych	220
4.5 Najważniejsze konstrukcje występujące w analizowanych jurysdykcjach w kontekście możliwych zmian w prawie polskim	222
4.5.1 Łańcuchowe przypisanie	222
4.5.2 Instrumenty finansowe	224
4.5.3 Działanie w porozumieniu	224
4.5.4 Notyfikacja intencji gospodarczych	225
4.5.5 Tymczasowe przeniesienie akcji – brak absorpcji	225
4.5.6 Klauzula obejścia prawa	225
Rozdział 5. Weryfikacja potrzeby ustanowienia szerszych obowiązków nabywców znaczących pakietów akcji w kontekście rozszczepiania praw akcyjnych	227
5.1 Wpływ rozszczepiania praw akcyjnych i szczelność obecnych regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych	227
5.1.1 Wpływ rozszczepiania praw akcyjnych na obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe	227
5.1.2 Szczelność regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych	233
5.2 Postulaty <i>de lege ferenda</i>	245
5.2.1 Oddzielenie zasad przypisania prawa głosu w przypadku obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych	246
5.2.2 Rozszerzenie zakresu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych	249
5.2.3 Dostosowanie i korekta funkcjonujących regulacji	260
5.2.4 Wprowadzenie obowiązku notyfikowania interesu	265
5.3 Wnioski	267

Zakończenie	269
Wykaz aktów prawnych	272
Wykaz orzecznictwa	275
Bibliografia.....	277

Wprowadzenie

Przybliżenie tematu problematyki poruszanej w toku dysertacji

Początkowo w doktrynie prawa istniał pogląd ustanawiający zakaz rozszczepiania praw majątkowych i korporacyjnych¹ wynikających z akcji (w literaturze można spotkać inne nazewnictwo dotyczące tego typu praw – tj. prawa obligacyjne i organizacyjne). Zakaz ten był motywowany faktem, że w akcjach zawarte są dwa typy uprawnień, będące niepodzielnym i integralnym zestawem wzajemnie powiązanych praw akcjonariusza². Niemniej w regulacjach kodeksu spółek handlowych, dopuszczono możliwość faktycznego rozejścia się ekonomicznego władztwa nad akcjami (tj. praw majątkowych) oraz pozostałych uprawnień dotyczących uczestnictwa w spółce (tj. praw korporacyjnych). Przykładem może być sytuacja ustanowienia zastawu lub użytkowania. Dodatkowo do tego typu rozszczepienia może dojść w przypadku, gdy dany podmiot będący udziałowcem na dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, dokona zbycia akcji po tym właśnie dniu, a przed dniem walnego zgromadzenia.

Rozejście się praw korporacyjnych i majątkowych może być spowodowane zawieraniem instrumentów pochodnych, dla których instrumentem bazowym są akcje. W ramach takiego mechanizmu dochodzi do zwarcia instrumentu pochodnego w celu zredukowania ryzyka zmienności wartości akcji³. W rezultacie głosy zawarte w udziałowych papierach wartościowych są "puste", czyli nie są powiązane z żadnymi ekonomicznymi konsekwencjami dla posiadacza akcji⁴. Tego typu zjawiska stały się powodem sformułowania teorii ukrytej własności akcji oraz pustych głosów w doktrynie międzynarodowej⁵. Rewolucja derywatów w finansach umożliwiła rozwinięcie się nowych sposobów rozdziału prawa głosu i ekonomicznej własności akcji. Instrumenty pochodne oferują w tym zakresie możliwości, które cechują się niewielkimi kosztami ich zawierania oraz ograniczoną przejrzystością dla pozostałych uczestników rynku⁶.

¹ A. Szajkowski, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2005, s. 386.

² S. Sołtysiński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, Warszawa 1997, s. 152.

³ H.T.C. Hu, B. Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, „University of Pennsylvania Law Review” 2008, tom 156, s. 625.

⁴ J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, „Virginia Law Review” 2013, tom 99, nr 6, s.11.

⁵ H.T.C. Hu, B. Black, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, „Journal of Corporate Finance” 2007, tom 13, s. 343–367.

⁶ H.T.C. Hu, B. Black, *Hedge funds, insiders, and the decoupling...*, s. 344.

Co istotne, samo rozszczepianie praw korporacyjnych może kreować sytuacje, w których podmiot uprawniony do faktycznego wykonywania prawa głosu charakteryzować się będzie brakiem interesu ekonomicznego związanego z posiadaniem akcji, z których prawo głosu jest wykonywane (tj. gdy ryzyko zmienności wartości akcji obciąża inny podmiot). Taki podmiot może nawet posiadać negatywny interes ekonomiczny, gdy w obszarze jego celów pozostaje działanie na szkodę spółki publicznej (np. blokowanie istotnych z perspektywy operacyjnej decyzji, mających zapaść na walnym zgromadzeniu).

Rozejście się praw wynikających z akcji ma doniosłe konsekwencje w kontekście ustawowych obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji (tj. obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych). Wynika to z faktu, że informacja dotycząca rozejście się uprawnienia do głosowania na walnym zgromadzeniu i własności prawnej akcji (w tym ekonomicznych skutków posiadania akcji) w pierwszej kolejności pozostaje w zakresie wiedzy akcjonariusza (potencjalnego akcjonariusza), a nie samej spółki publicznej. Dodatkowo rozszczepianie praw cechuje się wysokim poziomem istotności dla ochrony akcjonariuszy mniejszościowych oraz celów realizowanych przez ustanowione obowiązki wezwaniowe. Bowiem rozszczepianie praw akcyjnych może zapewniać inwestorowi możliwość wywierania dominującego wpływu na spółkę publiczną, bez jednoczesnego posiadania większości praw głosów na walnym zgromadzeniu.

Zaznaczyć należy, że zgodnie z art. 69 UOP obowiązki informacyjne dotyczą notyfikowania przekroczenia określonego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej. Obowiązek notyfikacyjny powstaje także w przypadku zmiany posiadanego udziału o określoną wartość procentową. W tego typu sytuacjach podmiot, którego udział ulega zmianie, zobowiązany jest dokonać notyfikacji, zgodnie z dyspozycjami art. 69-69b UOP. Głównym celem ww. obowiązków jest zapewnienie, aby uczestnicy rynku kapitałowego, rozumiani jako przyszli inwestorzy i akcjonariusze, mieli możliwość poprawnej oceny struktury kontroli nad spółką publiczną⁷. Omawiany cel jest realizowany poprzez ograniczanie zjawiska asymetrii informacji, a także

⁷ A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 262.

wzmocnienie transparentności samego rynku⁸. Przepisy dotyczące obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji mają za zadanie zapewnienie prawa do informacji na temat podmiotów, które faktycznie podejmują decyzje w spółce publicznej⁹.

Same obowiązki notyfikacyjne zostały uregulowane na poziomie europejskim, tj. w Dyrektywie o transparentności. Wskazana dyrektywa reguluje głównie tematykę okresowych i stałych obowiązków informacyjnych spółek publicznych. Regulacje zawarte w Dyrektywie o transparentności poświęcone są także obowiązkowi notyfikacyjnemu spoczywającemu na akcjonariuszach spółek publicznych. W tym zakresie dyrektywa ta wyznacza tzw. minimalny standard. Przy czym państwa członkowskie Unii Europejskiej mają swobodę, co do wykraczania poza ten standard, ustanawiając przepisy zwiększające zakres ochrony transparentności rynku kapitałowego.

Powyższe obowiązki realizują szerszą zasadę transparentności rynku, która jest uznawana za podstawę jego funkcjonowania¹⁰. W polskich regulacjach dotyczących rynku kapitałowego cecha ta została wyrażona w art. 14 UOIF. Zgodnie z tym artykułem, rynkiem regulowanym jest „*działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów (...)*”¹¹. Powyższą zasadę łączy się także z art. 20 zd. 1 UOP, który nakłada na emitentów papierów wartościowych obowiązek zapewnienie posiadaczom papierów tego samego rodzaju, w takich samych okolicznościach, jednakowego traktowania¹². Przejawem zasady transparentności

⁸ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Warszawa 2023, art. 69, nb. 1–3.

⁹ P. Haiduk, P. Kuźnicki, *Zgodność regulacji prawnej działania w porozumieniu (acting in concert) z przepisami prawa Unii Europejskiej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 3, s. 53.

¹⁰ L. Sobolewski [w:] S. Włodyka, *Prawo papierów wartościowych. Prawo gospodarcze handlowe, t. 4*, Warszawa 2004, s. 1018.

¹¹ T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 29–31.

¹² J. Jastrzębski, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego - zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 1, s. 5.

rynku kapitałowego jest dążenie do ograniczania asymetrii informacyjnej¹³. W tym kontekście istotny jest również dostęp do tzw. informacji cenotwórczej.

Rozszczepianie praw korporacyjnych ma doniosłe znaczenie dla transparentności rynku. Z tego względu na poziomie europejskim przyjęto dyrektywę 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r.¹⁴, zmieniającą Dyrektywę o transparentności, której jednym z celów było rozszerzenie obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji, na sytuacje dotyczące rozszczepiania praw korporacyjnych w związku z wykorzystaniem instrumentów finansowych. Motyw numer 9 preambuły do Dyrektywy 2013/50/UE stanowi, że innowacje finansowe kreują nowe typy instrumentów finansowych mogących wystawiać inwestorów na ryzyko ekonomiczne wobec spółek, a których notyfikacja nie była oryginalnie przewidziana przez Dyrektywę o transparentności. Wspomniane ryzyko odnosi się do ukrytego gromadzenia akcji w spółkach, co może skutkować pojawianiem się nadużyć na rynku oraz tworzyć fałszywy i mylący obraz własności gospodarczej spółek giełdowych. W celu zagwarantowania przejrzystości struktury własności spółek publicznych definicja instrumentów finansowych zawarta w Dyrektywie o transparentności została rozszerzona. W jej zakresie znalazły się instrumenty o skutku gospodarczym podobnym do posiadania akcji i praw do nabywania akcji.

Należy zwrócić uwagę, że obecnie ograniczona jest liczba pozycji naukowych odnoszących się do zmian ustanowionych dyrektywę 2013/50/UE (a także wdrożonych w Polsce), w tym przybliżających wykładnię jej poszczególnych regulacji. Dlatego należałoby rozważyć, czy istnieje potrzeba rozszerzenia obowiązków notyfikacyjnych (także z perspektywy polskiej implementacji tej dyrektywy). Ponadto warto zastanowić się nad możliwością uregulowania kwestii notyfikacji braku interesu ekonomicznego podmiotów wykonywających prawo głosu w spółkach publicznych lub czy obecny zakres notyfikacji daje wystarczającą ochronę inwestorów funkcjonujących na rynku kapitałowym oraz czy istnieje potrzeba odrębnego notyfikowania braku takiego interesu.

Jak już wyżej wspomniano kwestia rozszczepiania praw jest istotna dla innych obowiązków wyznaczanych dla spółek giełdowych – tj. dotyczących ogłoszenia

¹³ A. Stokłosa [w:] S. Syp, A. Stokłosa, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2021, art. 7, akapit 7.

¹⁴ Dz.Urz. UE L 294, s. 13.

wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji. Podstawowym celem tych obowiązków jest umożliwienie pozostałym akcjonariuszom wyjścia ze spółki po godziwej cenie¹⁵. Przepisy UOP w tej materii są wyrazem implementacji do polskiego porządku prawnego art. 5 Dyrektywy 2004/25/WE jako środka ochrony akcjonariuszy mniejszościowych¹⁶. Celami regulacji dot. wezwań są zapewnienie drobnym akcjonariuszom skuteczniejszej ochrony i korzystniejszej pozycji w relacjach z większościami akcjonariuszami. Ponadto mają one za zadanie zagwarantować uprawnienie do wystąpienia ze spółki lub ograniczenia w niej zaangażowania drobnych akcjonariuszy w sytuacji, gdy w spółce dochodzi do istotnego wzmocnienia pozycji podmiotów dominujących¹⁷.

Dla celów uniknięcia obowiązków wezwaniowych możliwe jest wykorzystanie mechanizmów dotyczących rozszczepiania praw udziałowych (tj. uprawnień majątkowych i korporacyjnych). Dlatego kwestia szczelności regulacji z perspektywy takiego rozszczepiania ma znaczenie nie tylko dla transparentności rynku, ale także dla kwestii ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Zatem istotne jest poddanie obecnie obowiązujących regulacji UOP weryfikacji, czy w pełni obejmuje ona swoim zakresem przypadki omawianego rozszczepiania (z uwzględnieniem sytuacji ujętych przez teorię ukrytej własności akcji).

Cele naukowe pracy

Zasadniczym celem niniejszej rozprawy jest analiza wpływu rozszczepiania praw korporacyjnych i majątkowych na transparentność rynku kapitałowego, a także na ochronę akcjonariuszy mniejszościowych w zakresie obowiązków wezwaniowych i notyfikacyjnych. Dodatkowo istotne znaczenie ma zweryfikowanie szczelności obecnie funkcjonujących regulacji oraz wypracowanie postulatów *de lege ferenda*, aby poprawić ich jakość i adekwatność do zadań realizowanych przez art. 69 i 73 UOP.

Celem pracy będzie zbadanie zakresu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji i ich skuteczności z perspektywy ochrony interesów akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów. Rozważania nakierowane na ową tematykę będą w

¹⁵ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Warszawa 2015, art. 73, nb. 2.

¹⁶ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 2.

¹⁷ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 4.

szczegółności przedstawiane, biorąc pod uwagę rozszczepianie praw korporacyjnych i majątkowych. Dodatkowo istotna wydaje się ocena wprowadzonych do polskiego systemu prawnego rozwiązań z zakresu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych. Należy przeprowadzić analizę, czy istnieje potrzeba rozszerzenia tych obowiązków z perspektywy wzmocnienia transparentności rynku kapitałowego oraz ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. W szczególności warto rozważyć, czy mogą wystąpić mechanizmy (które historycznie nie miały miejsca) pozwalające na ich obejście, oraz w efekcie, czy istnieje potrzeba ustanowienia szerszych obowiązków dla nabywców znacznych pakietów akcji.

Powyższe rozważania są istotne, ponieważ zjawisko rozszczepiania praw korporacyjnych i majątkowych kreuje szereg problemów dla funkcjonowania obrotu oraz rynku kapitałowego, w tym dla funkcjonowania spółek publicznych. Problemy te dotyczą transparentności rynku, ochrony inwestorów i akcjonariuszy mniejszościowych, ochrony samej spółki publicznej, braku jasności struktury właścicielskiej, nadużyć na rynku kapitałowym, możliwość występowania ujemnych skutków gospodarczych oraz pewności prawa.

Pomocniczo, aby osiągnąć przedstawione cele naukowe, w toku pracy zostaną przedstawione i zweryfikowane poniższe tezy:

1. Prawa majątkowe należy postrzegać jako prawa mogące wywołać bezpośredni efekt w sferze majątkowej. Natomiast nie należy ich postrzegać jako mających za zadanie ochronę interesów majątkowych uprawnionego akcjonariusza.
2. Prawa korporacyjne nie mają absolutnego charakteru uprawnień akcesoryjnych, mogą cechować się samodzielnością i niezależnością od praw majątkowych, a nawet występować jako uprawnienia pierwotne względem praw majątkowych.
3. Teoria ukrytej własności akcji sformułowana przez H. Hu oraz B. Blacka, dotycząca rozszczepiania ryzyka ekonomicznego od własności akcji, może stanowić przejaw rozszczepiania praw udziałowych.
4. Brak jest podstaw prawnych do ustanawiania zakazu rozszczepiania i zasady nierozszczepiania, niemniej, ze względu na specyfikę istoty praw udziałowych jako prawa podmiotowego nie jest możliwe ich rozszczepienie

sensu stricte. Natomiast nie istnieją przeszkody ustawowe oraz instytucjonalne do takiego rozszczepiania *sensu largo*.

5. Istnieją mechanizmy pozwalające na unikanie obowiązków wezwaniowych lub notyfikacyjnych, które nie mieszczą się w zakresie obecnych regulacji. Dlatego te regulacje nie mogą skutecznie realizować swoich celów.
6. We Francji, Niemczech i Stanach Zjednoczonych istnieją bardziej efektywne obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe, niż ma to miejsce w przypadku Polskich rozwiązań.
7. Konieczne jest rozszerzenie zakresu obowiązków notyfikacyjnych, w celu pełniejszego uchwycenia stanów rozszczepiania praw akcyjnych (*sensu stricte* oraz *sensu largo*), które mogą służyć obejściu prawa.
8. Dla celów efektywności rynku korzystnym będzie wprowadzenie obowiązków dotyczących notyfikacji szerszego kontekstu transakcji dotyczących nabycia znacznych pakietów akcji.

Metody badawcze

Dogmatyczno-prawna – skoncentrowana na analizie obowiązujących unijnych i polskich regulacji prawnych w zakresie rozszczepiania praw korporacyjnych i majątkowych, a także regulacji z zakresu obowiązków notyfikacyjnych oraz wezwaniowych istotnych z perspektywy problematyki poruszanej przez pracę doktorską. Będzie to główna metoda użyta w dysertacji.

Historycznoprawna – metoda ta zostanie wykorzystana w celu zobrazowania ewolucji regulacji dotyczących rozszczepiania praw korporacyjnych i majątkowych, a także samych obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych. Pozwoli ona zobrazować motywy stojące za ukształtowaniem obecnego brzemienia poszczególnych przepisów istotnych z perspektywy pracy doktorskiej.

Porównawcza – celem tej metody będzie porównanie polskich regulacji z przepisami funkcjonującymi w innych jurysdykcjach. Porównanie nastąpi w szczególności w oparciu o przepisy obowiązujące w niemieckim porządku prawnym. Jest to uzasadnione z uwagi na fakt, że system prawa niemieckiego postrzega się jako wzorzec i najczęściej bywał inspiracją dla polskiego ustawodawcy. Ponadto analizie zostaną poddane regulacje francuskie oraz amerykańskie.

Rozdział 1. Prawa inkorporowane w akcjach oraz możliwość ich rozszczepiania

1.1 Prawa inkorporowane w akcjach

Akcja jest fundamentem uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce i określa więź prawną zawiązującą się pomiędzy nim a spółką¹⁸. Wskazuje się, że sam termin „akcja” może być rozumiany jako ogół praw i obowiązków w spółce (zaznaczyć należy, że w literaturze prawniczej nie ma zgody co do tego, czy w skład akcji wchodzi też obowiązki akcjonariusza¹⁹) lub także jako sam dokument akcji (od 1 marca 2021 r., w związku z nowelizacją KSH akcje straciły formę dokumentu, a stały się formą zapisu w systemie elektronicznym²⁰), inkorporujący te prawa i obowiązki²¹. Z punktu widzenia rozważań prowadzonych w dysertacji istotne jest pierwsze znaczenie, gdyż w dalszej części pracy doktorskiej poruszana będzie tematyka dotycząca tzw. rozszczepiania praw wynikających z akcji.

Termin „akcja” rozumiany jest jako prawo podmiotowe, tj. sfera możliwości postępowania w określony sposób, która została przyznana, zagwarantowana i zabezpieczona przez prawo²². Wskazuje się, że wynika ona z nawiązania stosunku prawnego spółki, w skład którego wchodzi zespół powiązanych ze sobą funkcjonalnie uprawnień służących zapewnieniu realizacji prawa podmiotowego wobec spółki, jak i względem innych akcjonariuszy²³.

Tradycyjnym podziałem praw wynikających z akcji jest podział na prawa majątkowe i korporacyjne²⁴. Często w doktrynie wskazuje się, że taki podział praw jest nieprecyzyjny²⁵ i stanowi przedmiot krytyki²⁶. Alternatywnie proponowany jest podział

¹⁸ T. Dziurzyński, Z. Fenichel, M. Honzatko, *Kodeks handlowy. Komentarz*, Łódź 1992, s. 333.

¹⁹ Obowiązki włącza do pojęcia akcji m.in. A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A*, Warszawa 2016, art. 328, nb. 11; M. Mataczyński, S. Sołtysiński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks spółek handlowych. Tom III*, Warszawa 2013, art. 302, nb. 5. Dominuje jednak stanowisko przeciwnie – zob. np. J. Frąckowiak, *Zastaw na akcjach*, „Rejent” 1995, nr 1, s. 15; W. Popiołek, *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010, s. 7; R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski [w:] J. P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2012, art. 328, nb. 11.

²⁰ P. Modrzejewski, A. Potasz, *Umorzenie dokumentów akcji a obowiązek ich dematerializacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 7, s. 33.

²¹ M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2018, art. 302, nb. 3.

²² Zob. np. A. Wolter [w:] A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2020, s. 129 i n.; Z. Radwański [w:] A. Olejniczak, Z. Radwański, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2021, s. 86.

²³ W. Popiołek, *Akcja...*, s. 6.

²⁴ R. Czerniawski, *Akcjonariusz*, Warszawa 2010, s. 39; A. Szajkowski, *Prawo...*, s. 248.

²⁵ J. Frąckowiak [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do art. 301-633 Kodeksu spółek handlowych*, 2023, art. 302.

²⁶ S. Sołtysiński, *Kodeks...*, s. 133; J. Frąckowiak [w:] K. Kruczałak, J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Opalski, W. Popiołek, W. Pyziot, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2001, s. 464.

na prawa obligacyjne i organizacyjne²⁷. Dodatkowo można zaznaczyć, że w części literatury prawniczej wskazuje się na brak podstaw do osobnego wydzielania praw korporacyjnych z ogólnej wiązki praw akcyjnych²⁸.

Wspomniany podział na prawa majątkowe i korporacyjne, zgodnie z poglądami prezentowanymi w doktrynie, podyktowany jest przede wszystkim kryterium interesu samego akcjonariusza, jaki jest dzięki nim realizowany. W literaturze prawniczej wskazuje się, że podział praw wynikających z akcji ma naturę wyłącznie umowną, co wynika z faktu, że ogół praw akcjonariusza ma na celu ochronę interesów majątkowych związanych z posiadaniem akcji²⁹. W skład grupy praw majątkowych w szczególności wchodzi następujące prawa: prawo do udziału w zysku, prawo poboru nowej emisji akcji, prawo do udziału w majątku spółki w przypadku jej likwidacji. Podstawowymi uprawnieniami korporacyjnymi są m.in. prawo udziału w walnym zgromadzeniu oraz prawo głosu³⁰.

Zaznaczyć należy, że w dostępnej literaturze naukowej funkcjonują inne sposoby klasyfikacji praw inkorporowanych w akcjach, np. podział na prawa indywidualne (wykonywanych samodzielnie przez akcjonariusza) i zbiorowe, czyli realizowane przez akcjonariuszy funkcjonujących jako pewna zbiorowość³¹.

1.1.1 Prawa majątkowe

Zgodnie z powszechnie funkcjonującym w doktrynie poglądem prawa majątkowe to takie, które służą ochronie interesów majątkowych uprawnionego. Wskazuje się również, że prawa majątkowe są zdeterminowane interesem ekonomicznym akcjonariusza oraz służą osiągnięciu określonych korzyści majątkowych³². Niemniej, jak zostanie wykazane w dalszej części dysertacji, mogą zajść sytuacje, w których prawa majątkowe nie będą powiązane z interesem majątkowym lub ekonomicznym posiadacza. Przykładem w tym zakresie może być

²⁷ J. Frąckowiak [w:] A. Kidyba, *Komentarz...*, art. 302.

²⁸ K. Bandarzewski, *Prawa akcjonariusza*, Kraków 1996, s. 9; także m.in. A. Szumański [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo Spółek*, 2019, s. 846. S. Sołtysiński, M. Mataczyński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, tom 3, 2012, art. 328; M. Romanowski, *Podział praw podmiotowych na majątkowe i niemajątkowe*, „Państwo i Prawo” 2006, nr 3, s. 31–32; J. Frąckowiak [w:] W. Pyziół, J. Frąckowiak, W. Popiołek, A. Witosz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008, art. 424; J. Dąbrowska, *Zaskarżanie uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, 2016, s. 146.

²⁹ S. Sołtysiński, M. Mataczyński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 218.

³⁰ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, rozdział 1.2.1.

³¹ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, s. 79.

³² K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Korporacja. Elementy konstrukcji prawnej*, Warszawa 2019, s. 137.

przypadek banku wystawiającego instrumenty pochodne dotyczące akcji spółki publicznej. Bank w celu zabezpieczenia swojej pozycji na instrumencie finansowym, nabędzie udziałowe papiery wartościowe. W takim stanie faktycznym nie ma on interesu ekonomicznego związanego z posiadanymi akcjami.

Podkreślić należy, że prawa majątkowe mogą służyć realizacji interesów ekonomicznych innych podmiotów (np. wierzyciela, który zajął akcje³³) albo w ogóle nie służyć osiągnięciu korzyści majątkowej rozumianej jako korzyść finansowa z uczestnictwa w spółce publicznej (np. w przypadku nabycia akcji wyłącznie w celu osiągnięcia określonej siły głosu na walnym zgromadzeniu). Komentowane prawa mogą pozostawać irrelewantne, a kwestia nabycia akcji będzie wiązać się jedynie z realizacją celu biznesowego niezwiązanego z osiągnięciem skonkretyzowanych korzyści majątkowych z określonych akcji – jak w przypadku ich nabycia w celu realizacji wrogiego przejęcia lub przeforsowania decyzji na walnym zgromadzeniu, która może mieć wpływ na wartość akcji innego podmiotu. W takim wypadku korzyści nie są realizowane poprzez wykonywanie prawa majątkowego (np. generowanie korzyści z przyszłych dywidend spółki).

Biorąc pod uwagę argumenty przedstawione powyżej, obecne postrzeganie definicji praw majątkowych wydaje się niepełne. Dlatego warto przychylić się do kierunku rozumienia terminu praw majątkowych zaproponowanego przez A. Opalskiego, który to twierdzi, iż prawa majątkowe stanowią uprawnienia do uzyskiwania świadczeń majątkowych³⁴. Ta definicja na pierwszy plan zasadnie wysuwa skutek majątkowy, do którego one prowadzą. Dodatkowo odrywa ona prawa majątkowe od interesu ekonomicznego akcjonariusza (co również wydaje się słuszne). Niemniej takie ujęcie dotyczy przypadków, w których prawa majątkowe występują już w postaci skonkretyzowanych roszczeń. Wydaje się bardziej uzasadnionym, aby taka definicja odnosiła się do potencjalności uzyskiwania świadczeń majątkowych. Z tej perspektywy prawa majątkowe powinno się postrzegać nie jako uprawnienie do uzyskiwania świadczeń majątkowych, ale potencjalną możliwość oczekiwania takich świadczeń w przyszłości (jako że świadczenie majątkowe może w ogóle nie wystąpić). Ponadto taka definicja może nie obejmować wszystkich uprawnień wchodzących w

³³ T. Ereciński, H. Pietrkowski [w:] T. Ereciński, H. Pietrkowski, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz. Tom V. Postępowanie egzekucyjne*, Warszawa 2016, art. 910(2), nb. 6.

³⁴ A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych. System Prawa Prywatnego. T. 17B.*, Warszawa 2016, s. 278.

skład praw majątkowych. Przykładem jest prawo poboru, które nie uprawnia bezpośrednio do uzyskiwania świadczeń.

Wobec powyższego można postulować inne ujęcie praw majątkowych (bazujące na kryterium podziału praw majątkowych i korporacyjnych zaproponowanym przez K. Oplustila³⁵) – tj. jako praw mogących wywołać bezpośredni efekt w sferze majątkowej. Podobnie jak definicja zaproponowana przez A. Opalskiego lub ujęcie postulowane przez K. Oplustila, takie postrzeganie praw majątkowych pozwala skupić się na efekcie majątkowych i odłącza je od kwestii interesu ekonomicznego posiadacza akcji. Zaproponowana definicja jest szersza, co pozwala w pełni objąć uprawnienia akcjonariusza, które mają charakter majątkowy i nie mogą zostać zakwalifikowane jako prawa korporacyjne. Taka definicja jednocześnie odnosi się do potencjalności skutku majątkowego, a nie jego bezpośredniego wystąpienia. Ponadto, proponowane ujęcie praw majątkowych, pozwala na odróżnienie ich od uprawnień korporacyjnych. Wynika to z faktu, że pierwsze z nich mogą wiązać się z bezpośrednim skutkiem ekonomicznym w postaci przysporzenia majątkowego po stronie akcjonariusza. Te drugie mogą zazwyczaj wpływać na sferę majątkową wyłącznie w sposób pośredni. Ich wykonanie może być nakierowane na wywołanie skutku majątkowego, lecz bezpośrednio nie powodują jego wystąpienia³⁶.

1.1.1.1 Prawo własności

W literaturze prawniczej tematyka możliwości funkcjonowania prawa własności jako elementu praw udziałowych nie jest szeroko dyskutowana. Niemniej należy wskazać, że na gruncie prawa cywilnego głównym prawem majątkowym jest właśnie prawo własności³⁷. Prawo to wynika z akcji będącej papierem wartościowym. Dodatkowo spełnia ono wyżej wymienione kryteria uznania danego uprawnienia za udziałowe prawo majątkowe, tj. prawo to odnosi się do interesu ekonomicznego akcjonariusza (w odniesieniu do aktualnie funkcjonującej w doktrynie definicji praw

³⁵ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 610.

³⁶ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 610.

³⁷ Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., o sygn. P 25/02, OTK-A 2005, nr 6, poz. 65, sugeruje, że prawo własności jest jednym z praw majątkowych: „art. 64 ust. 1, 2 i 3 w związku z art. 31 ust. 3 Konstytucji, albowiem narusza prawo do własności i innych praw majątkowych akcjonariuszy, których akcje są przymusowo wykupywane (...)”. Tak również E. Skowrońska-Bocian, [w:] K. Pietrzykowski, *Kodeks Cywilny. Komentarz*, 2011, art. 44, nb. 2: „W przepisie tym oddzielnie wymieniona została własność, a następnie inne prawa majątkowe. Takie wyeksponowanie prawa własności służy zapewne podkreśleniu jej szczególnej doniosłości jako najpełniejszego prawa podmiotowego do rzeczy, wyróżniającego się na tle innych majątkowych praw podmiotowych”

majątkowych) oraz co ważniejsze, wywiera znaczący i bezpośredni wpływ w sferze majątkowej. Przejawia się to w szczególności w spółkach publicznych, gdzie zmienność wartości akcji zazwyczaj pozostaje w głównym obszarze zainteresowania akcjonariuszy.

Prawo własności w sensie normatywnym (w ujęciu prawa cywilnego) jest zarezerwowane wyłącznie dla rzeczy lub masy majątkowej³⁸. Jednak w tym przypadku przedmiotem prawa własności będą akcje w rozumieniu zapisu elektronicznego, a nie ogółu praw i obowiązków akcjonariusza. Prawo własności pośrednio odnosi się do majątku spółki i ogólnie – jej wartości. Jako że właściciel akcji jest jednocześnie właścicielem spółki.

Wyłączenie prawa własności z kategorii praw udziałowych (stanowiących prawo podmiotowe) skutkuje tym, iż uprawnienia majątkowe nie będą oddawały w pełni sfery ekonomicznej członkostwa w spółce. Bowiern wpływ na tą sferę, oprócz uzyskiwania dywidend i innych świadczeń przez akcjonariusza od spółki, ma w znaczącej mierze zmienność wartości akcji lub udziałów (tj. zmienność wartości samej spółki), pozwalająca na osiągnięcie zwrotu z akcji. Zaliczanie prawa własności do praw udziałowych wpasowuje się w ideę postrzegania ich jako prawa podmiotowe. Wynika to z faktu, że własność akcji (rozumianej jako zapis elektroniczny) ściśle wiąże się z pozostałymi uprawnieniami majątkowymi i korporacyjnymi.

Można argumentować, że elementem prawa własności jest uprawnienie do rozporządzania (*ius disponendi*)³⁹. Uznanie uprawnienia do rozporządzania akcjami (w tym ich zbywanie oraz ustanawianie ograniczonych praw rzeczowych jak np. zastaw lub użytkowanie) za prawo majątkowe jest kwestią sporną w doktrynie⁴⁰. Prawa majątkowe mogą być przedmiotem obrotu⁴¹ i na tej podstawie argumentuje się, że skorzystanie z możliwości ich zbycia (lub rozporządzenia nimi w inny sposób) nie może

³⁸ M. Tarska, *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Istota. Ustrój. Funkcjonowanie*, Warszawa 2003, s. 206.

³⁹ M. Habdas [w:] M. Fras, *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II. Własność i inne prawa rzeczowe (art. 126-352)*, Warszawa 2018, art. 140, III. Treść i granice własności.

⁴⁰ Prawo do rozporządzania akcjami zostało uznane za prawo majątkowe w następujących publikacjach: A. Kondracka, *Prawo do rozporządzania akcjami przez akcjonariusza*, „Prawo Spółek” 2000, nr 2, s. 4 i n.; K. Bandarzewski, *Prawa akcjonariusza*, Kraków 1996, s. 55; K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Ustanie członkostwa w spółce z o.o.*, Kraków 2002, 3.1.2. Rodzaje praw wspólnika, K. Skawiańczyk, *Podwyższenie kapitału zakładowego w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Warszawa 2009, s. 4. Udział jako prawo udziałowe; T. Ereciński, H. Pietrkowski [w:] T. Ereciński, H. Pietrkowski, *Kodeks...*, art. 911³. Należy również zwrócić uwagę, że w wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312, zakwalifikował prawo do rozporządzania akcjami jako jedno z głównych praw majątkowych.

⁴¹ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, rozdział 2.1.

być uznane za przejaw prawa majątkowego, ale za przejaw realizacji tego prawa. Tym samym wskazuje się, że rozporządzanie akcją może być uznane za sposób wykonywania prawa podmiotowego związanego z jego nieodłączną naturą jako prawa majątkowego tj. zbywalnością⁴². Niemniej takie rozumienie nie jest zgodne z poglądami prezentowanymi w literaturze prawniczej, w myśl których przedmiotem obrotu mogą być wyłącznie prawa majątkowe występujące w postaci skonkretyzowanych roszczeń.

1.1.1.2 Prawo do udziału w zysku

Jednym z głównych uprawnień wchodzących w skład kategorii praw majątkowych inkorporowanych w akcjach jest prawo do udziału w zysku, będące podstawą do uzyskiwania korzyści majątkowych wynikających z członkostwa w spółce⁴³. Prawo to ma zapewniać zysk dla akcjonariusza z zainwestowanych środków (jeżeli zysk został wypracowany przez spółkę) bez potrzeby rozporządzania samymi akcjami, tj. ich sprzedawania, pożyczania, zastawiania lub obciążania innymi prawami. Każdemu z akcjonariuszy spółki akcyjnej przysługuje prawo do udziału w zysku⁴⁴.

Omawiane uprawnienie ma charakter abstrakcyjny, z uwagi na fakt, że prawo to nie jest rozumiane jako podstawa roszczenia dotyczącego uzyskanie świadczenia od spółki. W wielu sytuacjach spółka może nie osiągnąć zysku, a co za tym idzie nie może dokonać wypłat na rzecz akcjonariuszy. Również należy zaznaczyć, że spółka może przeznaczyć wypracowany zysk na inne cele – np. zatrzymać go w celu wykorzystania na finansowanie bieżącej działalności lub przyszłych inwestycji. Zatem prawo do udziału w zysku nie kreuje dla spółki absolutnego obowiązku rozporządzenia osiągniętym zyskiem na rzecz akcjonariuszy⁴⁵.

Samo prawo do udziału jest prawem o charakterze bezwzględny, a co za tym idzie, jego stałe wyłączenie jest niedopuszczalne⁴⁶. Niektórzy autorzy dopuszczają

⁴² Józef Frąckowiak [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych. Tom 2B System Prawa Handlowego*, 2019, s. 155.

⁴³ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, s. 81; A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, art. 347 KSH, nb. 1.

⁴⁴ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, rozdział II 2.1.1.

⁴⁵ S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, § 18. Prawa akcjonariuszy, Prawo do udziału w zysku.

⁴⁶ M. Michalski, *Spółka Akcyjna*, 2015, s. 519; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 77.

czasowe wyłączenie tego uprawnienia⁴⁷, jednak nie jest to pogląd powszechnie akceptowany w doktrynie⁴⁸.

Podstawą prawa do udziału w zysku jest art. 347 § 1 i 2 KSH. Zgodnie z tymi przepisami akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta, który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom. Z przytoczonego przepisu wynikają dwie łączne przesłanki powstania skonkretyzowanego uprawnienia do zysku, połączonego z rzeczywistym roszczeniem kierowanym przez akcjonariusza do spółki o spełnienie świadczenia. Pierwszą z nich jest wymóg, aby spółka w danym roku obrotowym wypracowała zysk ustalony w oparciu o przepisy o rachunkowości. Ten zysk powinien być wykazany i potwierdzony w sprawozdaniu finansowym zbadanym i zatwierdzonym przez biegłego rewidenta⁴⁹. Drugą przesłanką jest zatwierdzenie i przeznaczenie tego zysku przez walne zgromadzenie na dywidendę dla akcjonariuszy, po przeprowadzeniu odpisów przewidzianych ustawą (art. 396 § 1 KSH) albo statutem (art. 347 § 3 KSH)⁵⁰. Po spełnieniu wyżej wymienionych przesłanek, dochodzi do powstania roszczenia o wypłatę dywidendy przysługującego akcjonariuszowi względem spółki⁵¹. Takie roszczenie może podlegać przeniesieniu (cesji) na podstawie regulacji dot. przelewu (art. 509 § 1 KC)⁵². Zaznaczyć należy, że w przypadku spółek publicznych, w rozumieniu UOIF, prawo do dywidendy jest zbywalnym prawem majątkowym wynikającym z papieru wartościowego (art. 3 pkt 1 UOIF).

Zgodnie z art. 348 § 2 KSH, w przypadku spółek niepublicznych uprawnionymi do dywidendy są osoby, które były akcjonariuszami w dniu podjęcia uchwały o przeznaczeniu zysku na dywidendę, tj. w dacie powstania prawa do dywidendy. Statut

⁴⁷ Ł. Gasiński, *Dopuszczalność wyłączenia prawa do zysku w statucie spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 10, s. 5; A. Kidyba, K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością*, Warszawa 2013, s. 408-409; A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 347, akapit 10; S. Sołtysiński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301-490. Tom III*, Warszawa 2013, s. 407; W. Pyziół [w:] J. P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, s. 182.

⁴⁸ I. Komarnicki, *Prawo akcjonariusza do udziału w zysku*, 2014, s. 151; A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych. System Prawa Prywatnego. Tom 17A*, wyd. 2, 2015, s. 379; M. Dumkiewicz [w:] M. Dumkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, art. 347, nb. 1.

⁴⁹ M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 606.

⁵⁰ W. Popiołek, *Akcja...*, 1.2.1.1. Prawo akcjonariusza do udziału w zysku spółki.

⁵¹ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, s. 81; I. Komarnicki, *Prawo...*, s. 13; A. Kondracka, *Charakter prawny akcji*, Białystok 1999, s. 72; M. Michalski, *Spółka...*, s. 519.

⁵² A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, art. 347, nb. 1; S. Sołtysiński, T. Sójka [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, art. 347, nb. 21.

może upoważnić walne zgromadzenie do określenia dnia, według którego ustala się listę akcjonariuszy uprawnionych do dywidendy za dany rok obrotowy⁵³. Natomiast w przypadku spółki publicznej (lub niepublicznej, której akcje są zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych) każdorazowo obowiązkowym jest ustalenie dnia dywidendy⁵⁴. W tym dniu powstaje skonkretyzowane roszczenie dotyczące wypłaty dywidendy⁵⁵. Wskazać należy, że zbycie akcji po dniu dywidendy nie skutkuje przeniesieniem roszczenia o jej zapłatę na nabywcę⁵⁶. Zatem dochodzi do sytuacji, w której roszczenie o wypłatę dywidendy przysługuje podmiotowi nie będącemu akcjonariuszem.

Prawo do udziału w zysku obejmuje również prawo do zaliczek na poczet przewidywanej dywidendy (pod warunkiem spełnienia określonych przesłanek). Zaliczka jest wypłatą na poczet dywidendy za bieżący rok obrotowy⁵⁷, tj. podlega zarachowaniu na poczet przyszłej dywidendy, zmniejszając jej finalną kwotę⁵⁸. W przypadku, gdy ostatecznie okaże się, że zysk możliwy do podziału po zakończeniu roku obrachunkowego jest niższy niż wypłacona zaliczka, to akcjonariusze będą obowiązani do jej zwrotu na zasadach bezpodstawnego wzbogacenia⁵⁹. Przepisy o bezpodstawnym wzbogaceniu są także podstawą obowiązku zwrotu zaliczki, gdy walne zgromadzenie zdecyduje o nieprzeznaczeniu zysku do podziału albo przeznaczy do podziału zysk w kwocie niższej niż wypłacone zaliczki⁶⁰. Jednak jest to kwestią sporną, gdyż wskazuje się również, że jeżeli akcjonariusz otrzymał zaliczkę w dobrej wierze, to zastosowanie znajdzie art. 350 § 1 KSH i obowiązek jej zwrotu w takim przypadku nie powstanie⁶¹.

1.1.1.3 Prawo poboru

Na podstawie regulacji z art. 433 § 1 KSH akcjonariuszowi przysługuje prawo pierwszeństwa do objęcia akcji nowych emisji, proporcjonalnie w stosunku do liczby

⁵³ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, 2.1.1. Prawa majątkowe, prawo do udziału w zysku.

⁵⁴ M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, art. 348, nb. 4.

⁵⁵ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks...*, art. 348 KSH, nb. 10; R. Potrzeńcz, T. Siemiątkowski [w:] J. P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzeńcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, art. 348, nb. 4.

⁵⁶ I. Komarnicki, *Prawo...*, s. 260.

⁵⁷ S. Sołtysiński, T. Sójka [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 396, 399; A. Nowacki, *Zaliczka na poczet przewidywanej dywidendy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 11, s. 32–33.

⁵⁸ A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 404.

⁵⁹ I. Komarnicki, *Prawo...*, s. 195–197; A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks...*, art. 349, nb. 22.

⁶⁰ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks...*, art. 349, nb. 22.

⁶¹ M. Dumkiewicz [w:] M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, art. 350, nb. 2; M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, art. 350, nb. 4.

posiadanych akcji. Prawo to polega na przyznaniu pierwszeństwa do złożenia zapisu na akcje, a więc zagwarantowaniu pierwszeństwa przed innymi osobami przy zawieraniu umowy objęcia akcji⁶². Prawo poboru jest więc formą uprzywilejowania „starych” akcjonariuszy⁶³. Jest to instrument zapewniający ochronę przed zmianą struktury kapitału zakładowego i jego „rozwodnieniem”⁶⁴. Prawo poboru chroni również akcjonariuszy mniejszościowych i przeciwdziała przypadkom, w których akcjonariusz (lub grupa akcjonariuszy) mający większość głosów w spółce wzmocniłby swoją pozycję poprzez emisję nowych akcji, adresowanych do samego siebie⁶⁵.

Prawo poboru jest prawem abstrakcyjnym, co oznacza, że realizuje się dopiero po ziszczeniu się odpowiednich przesłanek⁶⁶. Jego powstanie jest uzależnione od podjęcie uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego przez walne zgromadzenie, przy jednoczesnym braku wyłączenia tego prawa (art. 433 § 2 KSH). Prawo poboru może podlegać wyłączeniu (jednak nie może być wyłączone permanentnie w statucie spółki⁶⁷) w drodze uchwały walnego zgromadzenia. Taka uchwała dotycząca pozbawienia prawa poboru powinna zostać podjęta w interesie spółki, a nie części akcjonariuszy (art. 433 § 2 KSH)⁶⁸. Wyłączenie prawa poboru może nastąpić w ramach przeprowadzania subskrypcji prywatnej (art. 431 § 2 pkt 1 KSH), tj. w przypadku, gdy akcje są oferowane oznaczonemu adresatowi, np. zewnętrznemu inwestorowi. Do wyłączenia prawa poboru może dojść przy subskrypcji otwartej (art. 431 § 2 pkt 3 KSH). Należy zwrócić uwagę, że podjęcie uchwały o wyłączeniu prawa poboru nie wyklucza możliwości objęcia akcji nowej emisji przez dotychczasowych akcjonariuszy spółki. Objęcie to następuje na takich samych zasadach, jak w przypadku osób trzecich (nie dotyczy to sytuacji, w której akcje są oferowane zewnętrznemu podmiotowi w ramach subskrypcji prywatnej⁶⁹).

Komentowane prawo przysługuje osobom uprawnionym z akcji według stanu przypadającego na dzień prawa poboru (art. 432 § 2 KSH). Natomiast nie przysługuje

⁶² M. Goszczyk, *Powstanie praw akcyjnych i akcji (I)*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 10, s. 6.

⁶³ Józef Frąckowiak [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych...*, s. 165.

⁶⁴ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego. Tom 19*, 2006, s. 187; A. Opalski [w:] S. Sołtyśński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 645 i n.; M. Kosiorkiewicz, *Podwyższanie kapitału akcyjnego w publicznych spółkach akcyjnych*, Kraków 1999, s. 81 i n.

⁶⁵ A. Radwan, *Prawo poboru w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2002, s. 152 i n.; D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, 2007, s. 202 i n.

⁶⁶ G. Domański, M. Goszczyk, *Prawo poboru a subemisja*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 7, s. 6; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 90; A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 135.

⁶⁷ A. Kidyba, *Meritum. Prawo spółek 2013*, 2013, h. Prawo pierwszeństwa poboru.

⁶⁸ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, 2.1.1. Prawo poboru.

⁶⁹ T. Siemiątkowski, T. Szczurowski [w:] S. Sołtyśński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 768.

ono (i) spółce posiadającej akcje własne (art. 364 § 2 KSH) oraz (ii) zastawnikowi akcji⁷⁰. Dodatkowo, akcjonariusz, któremu przysługuje takie prawo, może się go zrzec na zasadzie umowy zwolnienia z długu (art. 508 KC)⁷¹.

Bezspornym jest, że prawo poboru, które jest już skonkretyzowane (tj. pojęto uchwałą o emisji akcji), jest prawem zbywalne⁷². Może one zatem podlegać zbyciu, w wyniku czego, z akcjonariusza na podmiot trzeci przechodzi uprawnienie do objęcia akcji nowej emisji. Zaznaczyć należy, że prawa poboru jest zbywalne w okresie począwszy od daty podjęcia uchwały o podwyższeniu kapitału do dnia, w którym upływa termin skorzystania z tego prawa.

1.1.1.4 Prawo do udziału w kwocie likwidacyjnej

Prawo do udziału w kwocie likwidacyjnej jest rozumiane jako roszczenie dotyczące przeniesienia na akcjonariusza majątku spółki, pozostałego po zaspokojeniu wierzycieli w toku postępowania likwidacyjnego (jeżeli po takim postępowaniu w spółce pozostał majątek, który może być podzielony pomiędzy akcjonariuszy)⁷³. Przyjmuje ono postać roszczenia o zapłatę odpowiedniej kwoty pieniężnej⁷⁴. Jeżeli statut lub uchwała walnego zgromadzenia stanowi inaczej, jego zaspokojenie może nastąpić poprzez wydanie innych aktywów (poprzez wykorzystanie konstrukcji *datio in solutum*). Akcjonariusze likwidowanej spółki biorą udział w podziale majątku likwidacyjnego w stosunku do wniesionych wkładów na kapitał zakładowy (art. 474 § 2 KSH)⁷⁵. Ponadto zachodzi możliwość określenia odmiennej proporcji / zasad podziału (art. 474 § 4 KSH). Dodatkowo, w związku z ustalaniem wysokości świadczeń przypadających na każdego z akcjonariuszy, uwzględnia się ewentualne uprzywilejowania akcji, co do podziału majątku likwidacyjnego⁷⁶.

⁷⁰ W. Popiołek, *Akcja...*, 1.2.2.1. Istota prawa poboru.

⁷¹ M. Michalski, *Spółka...*, s. 541; A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *System Prawa Prywatnego...*, s. 764; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 90; M. Mataczyński, S. Sołtysiński, T. Sójka [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, art. 433, nb. 7.

⁷² R. Czerniawski [w:] R. Czerniawski, *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej – Komentarz*, Warszawa 2001, s. 476; M. Michalski, *Prawa do akcji*, cz. II, „Monitor Prawniczy” 1998, nr 9, s. 344; M. Goszczyk, *Powstanie...*, s. 19; A. Radwan, *Prawo...*, s. 244; M. Romanowski, *Prawo do akcji – nowy instrument finansowy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1998, nr 8, s. 4.

⁷³ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 194 i n.; K. Bandarzewski, *Prawa...*, s. 80 i n.

⁷⁴ W. Popiołek, *Akcja...*, s. 102; A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 194.

⁷⁵ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 194; M. Michalski, *Spółka...*, s. 365.

⁷⁶ W. Popiołek, *Akcja...*, 1.2.3.2. Podział kwoty likwidacyjnej między akcjonariuszy.

Powyższe uprawnienie majątkowe akcjonariuszy realizuje się po spełnieniu określonych przesłanek. Oznacza to, że roszczenie o wydanie majątku likwidacyjnego nastąpi, jeżeli (i) pojawił się powód skutkujący otwarciem likwidacji (art. 461 § 1 KSH), (ii) zaspokojono roszczenia wierzycieli (art. 468 i n. KSH), (iii) po pokryciu i zaspokojeniu tych roszczeń w spółce pozostaje majątek, który może podlegać dystrybucji do akcjonariuszy (także po upłynięciu), (iv) upłynął termin jednego roku licząc począwszy od daty ogłoszenia w MSiG drugiego ogłoszenia o otwarciu likwidacji i wezwaniu wierzycieli. Natomiast w przypadku, gdy przed zapadnięciem tego terminu ujawnią się wierzyciele spółki likwidowanej, to ich roszczenia powinny być również zaspokojone bądź zabezpieczone⁷⁷.

Zaznaczyć należy, że nie jest możliwe wyłączenie prawa do udziału w masie likwidacyjnej w stosunku do niektórych akcjonariuszy⁷⁸.

1.1.1.5 *Możliwość obrotu prawami majątkowymi*

W doktrynie nie budzi żadnych wątpliwości stanowisko mówiące, że możliwe jest rozporządzenie prawem poboru po podjęciu uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego lub prawem do dywidendy po podjęciu uchwały o jej wypłacie⁷⁹. M. Dumkiewicz wskazuje jednak, iż nie jest możliwe rozporządzenie prawem do zysku, niezależnie od akcji, której jest ono elementem składowym. Zgodnie z poglądami prezentowanymi w doktrynie, takie rozporządzenie jest możliwe wyłącznie w przypadku skonkretyzowanego prawa (czyli w przypadkach wskazanych powyżej)⁸⁰.

Należy wskazać, że na gruncie prawa do dywidendy generalnie dopuszczalne są konstrukcje prawne, które kreują zbliżony skutek jak przeniesienie uprawnienia do przyszłych dywidend, czyli uprawnień majątkowych jeszcze nieskonkretyzowanych / nie przyjmujących postaci wierzytelności z tytułu dywidendy. Przykład może stanowić dzierżawa akcji, w przypadku której to dzierżawca jest uprawniony do pobierania pożytków z akcji (również tych przyszłych – jeżeli zmaterializują się podczas obowiązywania umowy), lub pożyczka typu *profit participation loan*. W jej sytuacji

⁷⁷ J. Frąckowiak [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych...*, s. 175.

⁷⁸ K. Wosiak, *Legitymacja uprawnionego z akcji*, Warszawa 2021, 1.2.3. Prawo do udziału w masie likwidacyjnej.

⁷⁹ Ł. Gasiński, *Z problematyki udzielania nieodwołalnego pełnomocnictwa do głosowania na walnym zgromadzeniu w związku z przedwstępną umową zbycia akcji. Głosa do wyroku SN z dnia 6 lipca 2012 r., V CSK 354/11*, 2014, akapit 9.

⁸⁰ M. Dumkiewicz [w:] M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, art. 347, nb. 1-2.

pożyczkodawca nie czerpie dochodów z odsetek, a z przyszłych zysków pożyczkobiorcy (co ma efekt podobny do korzystania z prawa do dywidendy).

W literaturze przedmiotu występuje także bardziej liberalne stanowisko przyjmujące, iż zakaz rozszczepiania praw z akcji w ogóle nie dotyczy praw majątkowych⁸¹.

1.1.2 Prawa korporacyjne

Do najważniejszych uprawnień wchodzących w skład wyodrębnionego zbioru praw korporacyjnych zalicza się przede wszystkim prawo głosu i uprawnienie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki. Oprócz tego, w grupie praw korporacyjnych można wyróżnić prawo⁸²:

- do informacji;
- sprzeciwu dotyczącego podjęcia uchwały nieobjętej porządkiem obrad;
- sprzeciwu dotyczącego odbycia zgromadzenia lub wniesienia poszczególnych spraw do porządku obrad;
- żądania przeprowadzenia głosowania tajnego;
- wyrażenia zgody na zmianę umowy spółki powodującej zwiększenia obowiązku świadczeń lub uszczuplenie praw udziałowych wspólnika;
- żądania rozwiązania spółki;
- do wytoczenia powództwa o naprawienie szkody wyrządzonej spółce, jeśli spółka nie wytoczy powództwa w terminie roku od dnia ujawnienia czynu wyrządzającego szkodę;
- żądania zwołania nadzwyczajnego zgromadzenia wspólników oraz umieszczenie spraw w porządku obrad najbliższego zgromadzenia wspólników.

Należy zaznaczyć, że kwalifikacja części praw jako praw korporacyjnych jest sporna w doktrynie. Np. wątpliwym jest, czy prawo zaskarżania uchwał walnego

⁸¹ A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 301; A. W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny, tom III, Spółka akcyjna*, Warszawa 1993, s. 132 i n.; A. Herbet, *Obrót udziałami w spółce z o.o.*, 2007, s. 163.

⁸² P. Antoszek, *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009, s. 202.

zgromadzenia należy uznać za uprawnienie wchodzące w skład praw korporacyjnych, czy należy zakwalifikować je jako pewien środek służący ochronie prawa podmiotowego⁸³. Podobna sytuacja zachodzi w przypadku tzw. praw kolektywnych (tj. prawa mniejszości i prawa większości akcjonariuszy), czy prawa te należy rozumieć jako prawa inkorporowane w akcjach⁸⁴. Przeciw tego rodzaju kategoryzacji wskazuje się, że są to mechanizmy mające za zadanie ochronę pozycji prawnej akcjonariusza⁸⁵.

1.1.2.1 Prawo głosu

Prawo głosu można kwalifikować jako jedno z najważniejszych uprawnień wchodzących w skład praw korporacyjnych⁸⁶. Prawo to pozwala na kształtowanie spółki, jej działalności oraz wpływa na najważniejsze decyzje dotyczące jej funkcjonowania. Ponadto ma ono charakter nadrzędny względem innych uprawnień organizacyjnych związanych z walnym zgromadzeniem, które mogą służyć jego realizacji (tj. uprawnienie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu lub prawo do informacji)⁸⁷.

W doktrynie istnieje pogląd, który mówi, że istotność prawa głosu jest w pewien sposób określona poprzez zakres kompetencji przysługujących walnemu zgromadzeniu⁸⁸. Zgodnie z tym poglądem – im większe są uprawnienia przysługujące temu zgromadzeniu, tym większe ma znaczenie indywidualne prawo głosu akcjonariusza. W przypadku węższego zakresu praw przyznanych walnemu zgromadzeniu, większy zakres uprawnień jest przypisany do zarządu spółki bądź jej rady nadzorczej. Dlatego należy wskazać, że członkowie powyższych organów są wybierani lub odwoływani przez walne zgromadzenie. Pozwala to akcjonariuszom wywierać wpływ lub presję na osoby decyzyjne w tym zakresie. Przykładowo, zarząd, który podejmuje decyzje niezgodne z wolą większości akcjonariuszy, może zostać odwołany. Dodatkowo podkreślić należy, że to walne zgromadzenie kształtuje statut

⁸³ M. Michalski, *Spółka...*, s. 157; A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, art. 328, nb. 17; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 8; R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski [w:] P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, art. 328 KSH, nb. 7.

⁸⁴ Za element treści akcji uznają je m.in. A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks...*, art. 328 KSH, nb. 17; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 5; R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, art. 328 KSH, nb. 6. Odmiennie M. Michalski, *Spółka...*, s. 157.

⁸⁵ M. Michalski, *Spółka...*, s. 157; zdecydowanie odmiennie por. A. Szumański [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 356.

⁸⁶ K. Wosiak, *Legitymacja...*, 1.3.1. Uprawnienie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu i prawo głosu.

⁸⁷ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 628.

⁸⁸ A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 411.

spółki, więc zakres praw poszczególnych organów korporacyjnych pozostaje w jego gestii.

Znaczenie gospodarcze prawa głosu łączy się nie tylko z liczbą posiadanych akcji lub udziałów, ale w znaczący sposób zależy od struktury udziałowej spółki, czyli od stosunku głosów poszczególnych akcjonariuszy (lub ich grup), a także stopnia rozproszenia akcjonariatu⁸⁹. Zakres wpływu na spółkę publiczną jest odzwierciedlony poprzez ilość akcji posiadanych przez uprawniony podmiot⁹⁰.

Generalną zasadą funkcjonującą w spółkach akcyjnych jest reguła mówiąca, że każda akcja daje prawo do jednego głosu na walnym zgromadzeniu (art. 411 § 1 KSH). Jest ona przejawem innej zasady, dotyczącej proporcjonalności udziału kapitałowego i uprawnień korporacyjnych. Wskazać należy, że nie jest ona absolutna i odstępstwa od niej są dopuszczalne⁹¹. Przykładem jej przełamania są przywileje dotyczące prawa głosu polegające na przyznaniu na jedną akcję dwóch głosów. Ponadto dopuszczalne jest również wyłączenie prawa głosu, gdy akcjonariusz otrzymał szczególny rodzaj akcji uprzywilejowanych co do dywidendy, tzw. akcje nieme⁹². Dodatkowo statut może wprowadzać ograniczenie względem akcjonariusza, któremu przysługuje więcej niż 10% ogółu głosów w spółce (art. 411 § 3 KSH)⁹³. Przy czym nie są dopuszczalne postanowienia statutu pozbawiające określonego akcjonariusza prawa głosu⁹⁴. Nie dotyczy to akcji niemych, ponieważ w ogóle nie przyznają ona tego prawa, tj. nie można pozbawić prawa głosu wynikającego z akcji, jeżeli to prawo nie istnieje⁹⁵. Jednak najistotniejszym, z punktu widzenia rozważań prowadzonych w dysertacji, przejawem przełamania zasady proporcjonalności jest rozszczepianie praw. Ponieważ kreuje to stan, w którym siła głosu może nie odpowiadać kapitałowemu zaangażowaniu w spółkę podmiotu uprawnionego.

Jak wskazuje K. Oplustil, niektóre odstępstwa naruszające zasadę proporcjonalności mogą mieć pozytywne skutki i przyczyniać się do realizowania długoterminowych strategii rozwoju spółki publicznej, zmniejszać koszty jej

⁸⁹ A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 411.

⁹⁰ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 628.

⁹¹ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 628-629.

⁹² A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 411, akapit 5.

⁹³ M. Rodzynkiewicz [w:] M. Rodzynkiewicz, *Kodeks...*, art. 411, nb. 2.

⁹⁴ J. Szwaja [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks...*, s. 85; P. Antoszek, *Cywilnoprawny...*, s. 106.

⁹⁵ M. Rodzynkiewicz [w:] M. Rodzynkiewicz, *Kodeks...*, art. 145, nb. 8.

funkcjonowania, a także ułatwiać podjęcie decyzji o upublicznieniu takiej spółki⁹⁶. Dlatego należy zgodzić się ze stanowiskiem prezentowanym przez tego autora, zgodnie z którym właściwym podejściem jest wzmacnianie regulacji prawnych służących transparentności wspomnianych naruszeń, a nie przeciwdziałanie im⁹⁷.

Akcjonariusze mogą wykonywać prawo głosu osobiście lub przez pełnomocników. Nie ma możliwości, aby statut spółki mógł wyłączyć uprawnienia akcjonariusza do wykonywania prawa głosu przez pełnomocnika czy limitować swobodę, co do wyboru pełnomocnika (art. 412 § 3 KSH)⁹⁸. Ta sama osoba może być pełnomocnikiem kilku akcjonariuszy oraz akcjonariusz może być reprezentowany w tym samym czasie przez kilku pełnomocników⁹⁹. Jednak należy zaznaczyć, że pełnomocnikiem nie może być członek zarządu i pracownik spółki (jeżeli stosunek członkostwa lub zatrudnienia istnieje w dniu zgromadzenia), a także członkowie rady nadzorczej delegowani do czasowego pełnienia funkcji członka zarządu¹⁰⁰ (nie dotyczy to spółek publicznych). Wydaje się możliwym, aby udzielone pełnomocnictwo pozostawiało pełnomocnikowi swobodę dotyczącą realizacji prawa głosu (pełnomocnictwo in blanco)¹⁰¹.

Z akcji własnych spółka (posiadanych bezpośrednio przez spółkę lub posiadanych przez spółkę zależną) nie wykonuje prawa głosu (art. 364 § 2 KSH)¹⁰². Podobna sytuacja ma miejsce, gdy spółka dominująca nie dokona zawiadomienia spółki zależnej o powstaniu stosunku dominacji. W takich okolicznościach jest nakładana sankcja cywilna polegająca na zawieszeniu wykonywania tego prawa (art. 6 § 1 KSH)¹⁰³. W przypadku spółek publicznych dodatkowo, na podstawie art. 89 ust. 1 i 2 UOP, wyłączenie prawa głosów może zachodzić w sytuacjach określonych przez UOP (np. nie dokonanie zawiadomienia o osiągnięciu lub przekroczeniu danego progu ogólnej liczby głosów z art. 69 UOP).

⁹⁶ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 631.

⁹⁷ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 632.

⁹⁸ J. Szwaja, A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks...*, s. 1158.

⁹⁹ J. Szwaja, A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks...*, s. 1164.

¹⁰⁰ J. Frąckowiak [w:] K. Kruczałak, J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Opalski, W. Popiołek, W. Pyziół, *Kodeks...*, s. 666; A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 1180.

¹⁰¹ R. Czerniawski [w:] R. Czerniawski, *Kodeks...*, s. 375; M. Engeleit, *Wirtualne walne zgromadzenie*, 2009, s. 264; K. Oplustil, J. Sokołowski, *Wykorzystanie Internetu przy organizacji i przeprowadzeniu walnego zgromadzenia akcjonariuszy (cz. II)*, „Prawo Spółek” 2003, nr 2, s. 19-20; D. Wajda, *Ochrona...*, s. 144.

¹⁰² M. Dumkiewicz [w:] M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, art. 364, nb. 2; M. Rodzynkiewicz [w:] M. Rodzynkiewicz, *Kodeks...*, art. 364, nb. 3.

¹⁰³ W. Popiołek, *Akcja...*, 1.3.2.2. Wyłączenie i ograniczenia prawa głosu.

W przypadku ustanowienia ograniczonych praw rzeczowych (tj. zastawu bądź użytkowania), KSH zezwala na wykonywanie prawa głosu przez zastawnika bądź użytkownika. Zastawnik i użytkownik mogą również wykonywać to prawo, gdy przedmiotem zastawu / użytkowania są akcje spółki publicznej.

1.1.2.2 Prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu

Prawo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu jest jednym z głównych uprawnień korporacyjnych (obok prawa głosu). Ma ono charakter bezwzględny¹⁰⁴. Akcjonariusz spełniający kryteria formalne dotyczące uczestnictwa w walnym zgromadzeniu nie może zostać pozbawiony tego prawa¹⁰⁵, nawet jeżeli nie posiadałby prawa głosu (np. w przypadku akcji niemych)¹⁰⁶. Dodać należy, że regulacje KSH wyłączają możliwość zaostżenia czy też łagodzenia formalnych przesłanek udziału w walnym zgromadzeniu¹⁰⁷.

Akcjonariusze (a także zastawnicy lub użytkownicy, którym przysługuje prawo głosu) są uprawnieni do skorzystania z prawa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu, pod warunkiem, że co najmniej na tydzień przed terminem odbycia się walnego zgromadzenia byli wpisani do rejestru akcjonariuszy (art. 406 KSH). W przypadku spółek publicznych prawo do skorzystania z uprawnienia do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu przysługuje osobą będącym akcjonariuszami spółki na szesnaście dni przed datą walnego zgromadzenia, tj. w dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (art. 406¹ § 1 KSH). Spełnienie tych przesłanek skutkuje możliwością weryfikacji tytułu prawnego osoby uprawnionej i przesądza jej legitymację formalną¹⁰⁸.

1.1.2.3 Prawo do informacji

Istotnym uprawnieniem z grupy praw korporacyjnych przysługujących akcjonariuszowi jest prawo do informacji o spółce w trakcie walnego zgromadzenia (art. 428 § 1 KSH). Dotyczy ono uzyskiwania pewnych informacji o spółce oraz dostępu do konkretnych dokumentów lub żądania wydawania ich odpisów (np. na podstawie

¹⁰⁴ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 199.

¹⁰⁵ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 10 czerwca 2005 r., o sygn. II CK 715/04, OSP 2006, nr 5, poz. 55.

¹⁰⁶ A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 199.

¹⁰⁷ O. Horwath, K. Oplustil, *Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu w świetle prawa polskiego i wspólnotowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 8, s. 16.

¹⁰⁸ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 616.

art. 395 § 4 KSH)¹⁰⁹. Niemniej prawo do informacji jest ograniczone, gdyż akcjonariusze nie posiadają uprawnienia do indywidualnej kontroli spraw spółki. Takie uprawnienie nie może zostać udzielone akcjonariuszom (wszystkim akcjonariuszom lub kontentym podmiotom w formie prawa osobistego) na podstawie statutu¹¹⁰.

Akcjonariusz ma prawo żądania udostępnienia określonych dokumentów, takich jak sprawozdania zarządu, sprawozdania finansowe, sprawozdania z badań, sprawozdania rady nadzorczej (art. 395 § 4 KSH), listy akcjonariuszy (art. 407 § 1 KSH) czy księgi protokołów (art. 421 § 3 KSH).

Zarząd jest obowiązany do udzielania informacji dotyczących spółki akcjonariuszowi, który został dopuszczonemu do udziału w walnym zgromadzeniu, kiedy jest to uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad. Gdy żądana informacja nie dotyczy takiej sprawy lub zapoznanie się z nią nie jest uzasadnione dla oceny tej sprawy, to zarząd jest upoważniony do odmowy odpowiedzi¹¹¹. Samo przekazanie informacji powinno nastąpić podczas obrad walnego zgromadzenia lub nie później niż w terminie dwóch tygodni od dnia zgłoszenia żądania podczas walnego zgromadzenia – jeżeli przemawiają za tym ważne powody. Z tego uprawnienia nie wynika natomiast bezwarunkowy obowiązek dotyczący ujawnienia informacji¹¹². Zarząd ma możliwość odmowy udzielania informacji w przypadku, w którym wiązałoby się to z możliwością wyrządzenia szkody spółce (w tym, jeżeli udzielenie informacji wiązałoby się z ujawnieniem tajemnic przedsiębiorstwa), przy czym odmowa udzielenia informacji nie musi być uzasadniona poprzez pewność, że taka szkoda powstanie¹¹³.

Niezależnie od powyższego, akcjonariusze są uprawnieni do składania wniosków o udzielenie informacji dotyczących spółki również poza obradami walnego zgromadzenia. Natomiast, bazując na literalnym brzmieniu przepisu art. 428 § 6 KSH, który mówi, że w tym przypadku zarząd może udzielić akcjonariuszowi informacji, można stwierdzić, iż nie jest on bezwzględnie zobowiązany do jej udzielenia¹¹⁴. Użycie

¹⁰⁹ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, s. 127–130; M. Michalski, *Spółka...*, s. 571; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 112.

¹¹⁰ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 215.

¹¹¹ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych* T. IIIB, Warszawa 2016, art. 428, nb. 15-16.

¹¹² P. Bielski, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy a natura spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2001, nr 11, s. 11 i n.

¹¹³ W. Popiołek [w:] W. Pyził, J. Frąckowiak, W. Popiołek, A. Witosz, *Kodeks...*, s. 1032.

¹¹⁴ J. Stranz, *Ochrona prawa akcjonariuszy do informacji w niepublicznej spółce akcyjnej*, „Monitor Prawniczy” 2021, nr 6, s. 306.

we wspomnianym przepisie słowa „może” wskazuje, że przepis ten powinno się interpretować jako upoważnienie dla zarządu do udzielenia wnioskowanych informacji – co jest powszechnie akceptowanym poglądem w doktrynie¹¹⁵.

Zarząd, w ramach wykonywania swoich obowiązków związanych z realizacją prawa do informacji przez akcjonariusza, powinien udzielać pełnej, aktualnej informacji, sformułowanej w języku zrozumiałym dla przeciętnego akcjonariusza. Jest to istotne z punktu widzenia standardów ładu korporacyjnego¹¹⁶.

Należy zwrócić uwagę, że w doktrynie spornym jest, czy prawo do informacji przysługuje tylko akcjonariuszom czy też takim uprawnieniem dysponują np. zastawnicy oraz użytkownicy. Część autorów wskazuje, iż prawo to posiadają wyłącznie właściciele akcji¹¹⁷, inni dopuszczają możliwość wykonywania tego prawa przez inne podmioty¹¹⁸.

Samo prawo do informacji ma charakter pomocniczy względem innych praw korporacyjnych. Wynika to z faktu, że uzyskanie precyzyjnych informacji ułatwia podjęcie decyzji dotyczącej sposobu wykonywania tych innych praw. Jednak to prawo również może być w pełni samodzielne, ponieważ przysługuje ono posiadaczom akcji niemych¹¹⁹.

1.1.3 Akcesoryjność praw korporacyjnych

Zgodnie z większościowym poglądem doktryny uprawnienia korporacyjne nie są niezależne i posiadają naturę praw akcesoryjnych¹²⁰. Przede wszystkim ich celem

¹¹⁵ W. Popiołek [w:] W. Popiołek, J. A. Strzępka, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 1093; A. Szumański [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 1545; M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 1052; M. Bieniak [w:] J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2022, s. 1276; J.P. Naworski [w:] J. P. Naworski, J. Rodziewicz, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2011, s. 1068; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 701.

¹¹⁶ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 691.

¹¹⁷ R. Czerniawski [w:] R. Czerniawski, *Kodeks...*, art. 428; A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 429, akapit 1.

¹¹⁸ A. Szumański [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 1369; J. P. Naworski [w:] M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak, J. Szczotka, *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie, tom I*, Warszawa 2020, s. 894; J. P. Naworski, J. Rodziewicz, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, art. 429, nb. 7.

¹¹⁹ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 691.

¹²⁰ A. W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach...*, s. 132; A. Szumański [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 633; R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, rozdział 2, akapit 1; A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 232-234; K. Szczepańska, *Zasada nierozszczepialności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2020, VII. Prawa korporacyjne i majątkowe składające się na udział (akcję); W. Popiołek, *Akcja...*, s. 7.

jest zabezpieczenie uprawnień majątkowych. W literaturze przedmiotu występują jednocześnie bardziej kategoryczne poglądy, stanowiące, że uprawnienia korporacyjne mają charakter praw majątkowych¹²¹. Jest to uzasadniane tezą mówiącą, iż przeznaczeniem wspomnianych praw jest przede wszystkim ochrona wynikających z członkostwa w spółce interesów majątkowych akcjonariusza¹²².

Niemniej, oba powyższe stanowiska w pewien sposób deprecjonują znaczenie praw korporacyjnych, sprowadzając je do drugorzędnej roli. W tym zakresie należy zwrócić uwagę na inne aspekty praw korporacyjnych i ich pośredniego wpływu na kształtowanie interesu majątkowego¹²³. Dyskusyjne jest założenie stanowiące, że prawa korporacyjne w odniesieniu do praw majątkowych wyłącznie posiadają charakter pomocniczy lub służebny¹²⁴. Rola omawianych praw nie ogranicza się tylko do ochrony m.in. korzystania z dywidendy czy innych uprawnień majątkowych, ale dopuszcza również czynny wpływ na ich zakres i możliwość ich realizacji. Przejawia się to w szczególności w uprawnieniach przyznanych walnemu zgromadzeniu, które jest centralnym organem decyzyjnym spółki akcyjnej, opisywanym niekiedy w doktrynie jako najważniejszy organ w jej wewnętrznej strukturze¹²⁵. Uchwały podejmowane przez to zgromadzenie kształtują zarówno pośrednio jak i bezpośrednio podejmowane decyzje biznesowe, np. poprzez wykonywanie uprawnień do zatwierdzania określonych transakcji (art. 393, 394 KSH) lub powoływania członków innych organów spółki (art. 368, 385 KSH). Dodatkowo w sferze kompetencji walnego zgromadzenia pozostaje możliwość przedstawiania członkom zarządu niewiążących sugestii bądź opinii dotyczących prowadzenia sprawy spółki¹²⁶. To ostatnie uprawnienie, mimo swojego raczej nieformalnego charakteru i braku powiązanego z nim obowiązku stosowania się zarządu do tych sugestii i opinii¹²⁷, może posiadać znaczącą siłę oddziaływania. Jest to podyktowane względami psychologicznymi. Należy zwrócić uwagę, że siła oddziaływania na osoby sprawujące funkcje w organach

¹²¹ S. Sołtysiński, M. Mataczyński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 219.

¹²² A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2004, s. 555.

¹²³ G. Kozieł, *Przeniesienie praw i obowiązków wspólników w handlowych spółkach osobowych. Uwagi na gruncie regulacji art. 10 KSH*, Kraków 2006. Rozdział II Pojęcie, treść i charakter prawny stosunku członkostwa w handlowej spółce osobowej, 1.4. Treść stosunku członkostwa w handlowej spółce osobowej

¹²⁴ I. Weiss [w:] W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 389.

¹²⁵ R. Czerniawski [w:] R. Czerniawski, *Kodeks...*, s. 420; J. Frąckowiak [w:] K. Kruczalak, J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Opalski, W. Popiołek, W. Pyziół, *Kodeks...*, s. 638; J. Szwaja [w:] S. Sołtysiński, *Kodeks...*, s. 724.

¹²⁶ M. Michalski [w:] A. Kidyba, *Spółka akcyjna*, 2008, s. 423.

¹²⁷ M. Bieniak [w:] J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks...*, art. 375¹, nb. 4.

osoby prawnej, może wynikać z możliwości ich odwoływania lub zawieszeniu w czynnościach (którymi to możliwościami dysponuje właśnie walne zgromadzenie)¹²⁸ bez szczególnego uzasadnienia, czy w ogóle podawania przyczyny. Taka zdolność wpływu na decyzje biznesowe zapadające w spółce może w istotny sposób oddziaływać na korzystania z praw majątkowych (np. forsowanie niekorzystnych biznesowo decyzji może ograniczyć możliwość spółki do generowania dochodów i tym samym wyłączać opcję wypłaty dywidendy. Taki sam skutek ma podejmowanie decyzji w przedmiocie zatrzymania zysku w spółce).

Walne zgromadzenie może wpływać na zakres praw majątkowych, poprzez podejmowanie uchwał w przedmiocie emisji nowych akcji (art. 431 KSH), prowadzących do tzw. rozwodnienia majątkowego. Powoduje to obniżenie wartości już istniejących akcji w związku z emisją nowych papierów udziałowych, zaoferowanych po cenie zaniżonej¹²⁹. Może to także prowadzić do tzw. rozwodnienia udziałowego¹³⁰ (w tym przypadku dochodzi np. do obniżenia kwot przyszłych dywidend przypadających na jedną akcję). Warto podkreślić, że emisja nowych akcji kreuje prawa majątkowe (związane z tymi wyemitowanymi akcjami). Dodatkowo walne zgromadzenia może np. wyłączyć prawo poboru akcji nowych emisji¹³¹ – co wyklucza możliwość skorzystania w danym wypadku z tych praw przez dotychczasowych akcjonariuszy spółki. Powyższe decyzje zapadające na walnym zgromadzeniu są realizowane poprzez wykonywanie praw korporacyjnych.

Wyżej wskazane rozważania są doniosłe z perspektywy podejmowanej w dysertacji tematyki dotyczącej rozszczepiania praw inkorporowanych w akcjach. Wynika to z faktu, że prawa korporacyjne mogą tracić naturę praw akcesoryjnych służących zabezpieczeniu praw majątkowych i zyskiwać na swojej doniosłości jako samodzielny zespół uprawnień. Oprócz standardowych sytuacji, prawa te są także realizowane (tj. wykonywane) przez podmioty niebędące właścicielami akcji (podmiot wykonywujący prawa głosu w ogóle nie dysponuje prawami majątkowymi) lub przez podmioty które co prawda są właścicielami akcji, ale nie cechują się związanym z nimi interesem ekonomicznym. Wtedy dany podmiot posiada również prawa majątkowe

¹²⁸ A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 375¹, nb. 4.

¹²⁹ A. Radwan, *Prawo poboru w spółce...*, s. 156.

¹³⁰ D. Wieczorkowska [w:] J. Frąckowiak, *Kodeks spółek handlowych po 15 latach obowiązywania*, 2018, Cześć II, rozdział VI, 1. Zagadnienia wstępne, nb. 3.

¹³¹ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, Rozdział II, 2.1.1., nb. 8.

wynikające z akcji, ale irrelewantność interesu ekonomicznego neguje akcesoryjność praw korporacyjnych.

Prawa korporacyjne nie zawsze muszą wiązać się z ochroną interesów ekonomicznym, choć w wielu przypadkach mogą być wykorzystywane jako instrument mający za zadanie zabezpieczenie tych interesów. Niemniej należy to postrzegać jako sposób użycia tych praw, a nie element ich natury bądź charakteru. Zasadnym jest, aby prawa korporacyjne rozumieć przede wszystkim jako konglomerat uprawnień (które również mogą być wykonywane niezależnie od siebie) pozwalający na wywieranie wpływu na spółkę, jej funkcjonowanie i sposób operowania na rynku, w tym również na stosunki wewnętrzne i podstawy jej działania (np. kształtowanie treści statutu).

W związku z przytoczoną argumentacją można wysunąć wniosek, że prawa korporacyjne mają niekiedy charakter pierwotny względem praw majątkowych oraz mogą funkcjonować jako element kształtujący działanie spółki. Mają one znaczącą rolę w funkcjonowaniu osób prawnych oraz mogą cechować się samodzielnością i niezależnością od praw majątkowych.

1.1.4 Przysługiwanie prawa, dysponowanie prawem a posługiwanie się prawem

W związku z rozważaniami prowadzonymi w ramach dysertacji, dodatkowo warto wskazać na różnice istniejące między pojęciami przysługiwanie prawa, dysponowania prawem oraz posługiwanie się prawem. Ma to istotne znaczenie z perspektywy uznania, kiedy dochodzi do faktycznego rozszczepienia praw udziałowych (rozszczenie *sensu stricte*) oraz przypadków braku formalnego rozejścia się tych praw, przy jednoczesnym kreowaniu stanów podobnych do takiej sytuacji (rozszczenie *sensu largo*). Ma to miejsce na przykład, gdy dany podmiot wykonuje prawa majątkowe i jest właścicielem akcji, a inny podmiot wykonuje uprawnienie do głosowania, bądź podmiot będący posiadaczem akcji nie ma związanego z nimi interesu ekonomicznego, a wykonuje prawa korporacyjne.

1.1.4.1 Przysługiwanie prawa

W języku powszechnym termin „przysługiwać” oznacza, że coś należy się komuś z tytułu np. ustawy lub mocy prawa¹³². Oznacza to legitymację przyznaną przez odpowiednie regulacje, której źródłem jest ustawa (lub inne źródło prawa).

Na gruncie analizy dotyczącej prawa głosu w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością A. Herbet¹³³ dokonał interpretacji tego terminu jako materialnoprawnej kompetencji do kształtowania treści uchwał. Co oznacza, że podmiot, któremu przysługuje prawo głosu, jest uprawniony do składania oświadczeń woli stanowiących element uchwały jako złożonej czynności konwencjonalnej. Istotą tej analizy jest fakt, że podmiot, któremu przysługuje prawo, ma kompetencję do jego realizacji.

Na gruncie rozważań dotyczących praw udziałowych termin „przysługiwanie” powinien oznaczać, że samo przysługiwanie prawa należy rozumieć jako możliwość (kompetencja do) korzystania z niego we własnym imieniu i we własnym interesie. Sama kompetencja jest przyznana uprawnionemu podmiotowi z mocy prawa, a nie poprzez wytworzenie pewnych węzłów obligacyjnych lub pojedynczych oświadczeń woli (podmiot, którym przysługuje prawo głosu, nie korzysta z legitymacji innych osób). Przykładowo pełnomocnik posiadający pełnomocnictwo do wykonania prawa głosu, nie jest podmiotem, któremu to prawo przysługuje – z uwagi, że: (i) pełnomocnik nie działa we własnym imieniu, oraz (ii) źródłem jego uprawnień jest oświadczenie woli innego podmiotu.

1.1.4.2 Dysponowanie (rozporządzanie) prawem

Na wstępie należy zaznaczyć, że pojęcie dysponowania prawem korporacyjnym zostało ujęte w art. 4 par. 1 pkt 4 lit. a KSH, jest to zatem termin języka prawnego. Przepis ten definiuje sposób przypisania danej spółce kwalifikacji spółki dominującej i zwiera kryterium dysponowania bezpośrednio lub pośrednio większością głosów na walnym zgromadzeniu (lub zgromadzeniu wspólników)¹³⁴. Przepis ten zawiera termin, który może być określony jako „dysponowanie prawem głosu” i

¹³² Słownik PWN, definicja słowa „przysługiwać”. Dostęp online (15.02.2023): <https://sjp.pwn.pl/slowniki/przys%C5%82ugiwa%C4%87.html>

¹³³ A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 453.

¹³⁴ R. Siwik [w:] Z. Jara, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2023, art. 4, nb. 11-13.

rozumienie tej regulacji może nieść wskazówki interpretacyjne na temat tego, co rozumieć poprzez „dysponowanie prawem”.

Termin „dysponować” w powszechnym rozumieniu można określać jako posiadanie czegoś, przy równoczesnej możliwości użycia tego w określonym celu¹³⁵. Taka definicja wskazuje, że dysponowanie może być równoznaczne z możliwością wykorzystywania (w tym rozporządzania) rzeczy lub praw. Zatem, gdy ktoś dysponuje prawem (np. prawem głosu), to ma kompetencje do używania tego prawa oraz rozporządzania nim¹³⁶.

M. Michalski, na gruncie uprawnienia do głosowania, określa dysponowanie prawem jako stan faktyczny, polegający na wiążącym ustaleniu treści wykonywania prawa. Dysponowanie może opierać się na bazie stosunku korporacyjnego oraz stosunku pozakorporacyjnego, takiego jak np. stosunek umowny lub stosunek wynikający z innych podstaw prawnych – ograniczonych praw rzeczowych. Według wymienionego autora podstawą dysponowania jest tytuł prawny do akcji (np. prawo własności akcji – generalna podstawa członkostwa w spółce) lub uprawnienie o charakterze obligacyjnym, zgodnie z którym osoba niebędąca uprawnionym względem akcji określa zasady wykonywania prawa (na bazie umów i porozumień). W pierwszym dochodzi do samodzielnego podejmowania decyzji w zakresie głosowania, natomiast w drugim podmiotowi dysponującemu prawem przysługuje uprawnienie do żądania od innego podmiotu (który posiada tytuł do akcji) głosowania zgodnie z porozumieniem¹³⁷. Powyższe oznacza, że przedmiotem dysponowania może być uprawnienie wydzielone z całej wiązki praw udziałowych.

Innym poglądem jest uznanie, że w sferze praw korporacyjnych nie może dojść do dysponowania pojedynczym uprawnieniem (np. prawem do głosowania), ale wyłącznie całością praw udziałowych jako jednorodną wiązką uprawnień¹³⁸. Pogląd ten jest podyktowany przede wszystkim funkcjonującym w doktrynie prawniczej zakazem rozszczepiania praw udziałowych. Jednak wydaje się on w zbyt dużym stopniu zawężyć możliwości wykorzystania tych praw i stoi w sprzeczności z ustawowymi konstrukcjami pozwalającymi na kreacje stanu rozszczepienia.

¹³⁵ Wielki Sownik Języka Polskiego, definicja słowa „dysponować”. Dostęp online (15.02.2023):

https://wsjp.pl/haslo/do_druku/7500/dysponowac

¹³⁶ T. Staranowicz, *Recenzja książki M. Michalski, Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 9, s. 58.

¹³⁷ M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004, s. 300, 419, 539.

¹³⁸ T. Staranowicz, *Recenzja...*, s. 58.

Przykładowo, taki pogląd wskazywałby, że zastawnik lub użytkownik akcji uprawniony do głosowania na walnym zgromadzeniu – nie dysponuje prawem głosu. Z drugiej jednak strony może to być potraktowane jako wyjątek, którego nie należy interpretować rozszerzająco. Szczegółowe rozważania w tym zakresie będą przedstawione w dalszym toku dysertacji.

Na bazie powyżej zakreślonego znaczenia dysponowania prawem można stwierdzić, że dysponent powinien posiadać możliwość wykonania prawa głosu zgodnie ze swoją wolą (możliwość dowolnego skorzystania z prawa) oraz możliwość przeniesienia go na inny podmiot (np. poprzez zbycia akcji, ustanowienia zastawu lub użytkowania bądź prześnieniem prawa do głosu na inny podmiot w drodze udzielenia właściwych pełnomocnictw).

Natomiast wyżej wymieniony pogląd reprezentowany przez M. Michalskiego¹³⁹, wskazujący, że osobom dysponującą prawem jest podmiot uprawniony ze stosunku obligacyjnego, może być sporny. Powyższe stwierdzenie może być niekompletne, gdyż w niektórych przypadkach umów, porozumień bądź udzielonych pełnomocnictw może dojść do sytuacji gdy podmiot, który będzie uprawniony do wykonywania prawa głosu, nie będzie miał możliwość dowolnego korzystania z niego (tj. będzie związany porozumieniem, pełnomocnictwo będzie zawierało dyspozycje co do prawa głosu) lub nie będzie mógł nim rozporządzać (np. pełnomocnictwo nie będzie przewidywało możliwości udzielania dalszych pełnomocnictw).

1.1.4.3 Posługiwanie się prawem (wykonywanie prawa)

Posługiwanie się prawem można zdefiniować jako możliwość jego wykonania (akt głosowania). Wykonywanie to przejawia się w złożeniu oświadczenia woli, w ramach którego dochodzi do złożenia głosu za lub przeciw, bądź też wstrzymania się od oddania głosu¹⁴⁰. Z tego względu jest to czynność techniczna dotycząca oddania ważnego głosu. W tym wypadku podmiot posługujący się prawem może nie mieć dowolności co do złożenia głosu, a sposób głosowania może być zdeterminowany przez np. udzielone pełnomocnictwo.

¹³⁹ M. Michalski, *Kontrola...*, s. 300, 419, 539.

¹⁴⁰ A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 453.

1.2 Spółka publiczna jako normatywny podtyp spółki akcyjnej

Zanim zostaną przybliżone kwestie związane z rozszczepianiem praw akcyjnych, w pierwszej kolejności należy przybliżyć i przeanalizować charakter spółki publicznej, którą można określić jako normatywny podtyp spółki akcyjnej. Należy ona do grupy tzw. spółek specjalistycznych, które bazują na przepisach szczególnych¹⁴¹. Stanowi ona modyfikację modelowej spółki akcyjnej¹⁴² w celu dostosowania jej do specyfiki rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu. Natomiast nie można uznać, że spółka publiczna jest osobnym typem spółki handlowej¹⁴³.

Sama definicja spółki publicznej została uwzględniona w art. 4 § 1 pkt 6 KSH i odwołuje się do UOP. Natomiast zgodnie z art. 4 pkt 20 UOP przez spółkę publiczną rozumie się spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Normy prawne regulujące funkcjonowanie spółek publicznych są zawarte m.in. w szeregu przepisów KSH, np. art. 401, 402¹, 402², 402³, 406¹ lub 411¹ KSH¹⁴⁴. Jednak podstawowym aktem prawnym w tym zakresie jest UOP¹⁴⁵. Akt ten reguluje wiele aspektów funkcjonowania tego typu spółek, takich jak m.in. obowiązki sprawozdawcze (przekazywanie informacji bieżących i okresowych), szczególny tryb emisji nowych akcji (tj. oferta publiczna), szczególny tryb obrotu jej akcjami lub obowiązki nabywców tych akcji (tj. obowiązki wezwaniowe i notyfikacyjne).

W zakresie różnic pomiędzy spółką akcyjną i spółką publiczną należy wskazać na odmienny system legitymacji do udziału w wolnym zgromadzeniu. W przypadku pierwszej, system bazuje na rejestrze akcjonariuszy. W sytuacji drugiej bowiem opiera się on na dniu rejestracji uczestnictwa (który zgodnie z art. 406¹ ust. 1 KSH przypada na szesnaście dni przed dniem walnego zgromadzenia).

¹⁴¹ A. Szumański, S. Włodyka [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych...*, art. 4, nb. 1; A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 402(4), nb. 2.

¹⁴² M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1, s. 8.

¹⁴³ M. Wołangiewicz, *Typologia przejęć spółek publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2018, nr 3, s. 28.

¹⁴⁴ J. Akimenkow, *Spółka giełdowa a spółka publiczna – podstawy normatywne dystynkcji oraz koncepcje reformy nominalowego kapitału zakładowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2018, nr 9, s. 55.

¹⁴⁵ A. Szumański, S. Włodyka [w:] [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych...*, art. 4, nb. 6.

W doktrynie wskazuje się, że w spółce publicznej szczególnej ochronie podlega interes inwestora (w tym akcjonariusza) i cechuje się on większą doniosłością niż interes samej spółki¹⁴⁶. Jednak tego typu teza jest również przedmiotem krytyki, gdyż nie jest to pogląd powszechnie akceptowany¹⁴⁷. Pomimo braku jednolitego podejścia do tej kwestii w doktrynie, w spółce publicznej interes inwestorów jest silnie chroniony (np. poprzez znaczącą transparentność tych spółek). W spółkach publicznych szczególne znaczenie ma również ochrona akcjonariuszy mniejszościowych¹⁴⁸. W ramach regulacji dotyczących spółki publicznej pojawiają się dodatkowe instrumenty służące tej ochronie jak na przykład obowiązek przeprowadzenia wezwania na akcje w celu umożliwienia wyjścia ze spółki drobnym inwestorom (art. 73 UOP).

Główną cechą spółek publicznych jest ich transparentność¹⁴⁹. Spółki te podlegają wymogom regulacyjnym, mającym na celu zapewnienie ogólnego oraz stałego dostępu do wszystkich istotnych informacji i danych, ważnych z perspektywy podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wynika to z faktu, że zgodnie z art. 14 ust. 1 UOP, na rynku regulowanym zapewnia się inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów¹⁵⁰.

Powiązanie akcjonariusza ze spółką akcyjną ma zwykle długotrwały charakter, natomiast obrót akcjami nie jest dokonywany na szerszą skalę¹⁵¹. W związku z tym dochodzi do powstania i utrzymywania się stałych powiązań pomiędzy akcjonariuszem oraz spółką. Wynika to z faktu, że dąży on do osiągnięcia określonego wpływu na działalność spółki i wykonywania kontroli. Dlatego prawa udziałowe mają na celu bezpośrednią realizację interesów gospodarczych akcjonariusza¹⁵². Członkostwo w spółce tworzy długookresową więź, a samo postrzeganie akcjonariusz nie powinno być ograniczane jedynie do jego roli posiadacza akcji traktowanych jako zwykłe

¹⁴⁶ M. Michalski, *Kontrola...*, s. 66; P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 67;

¹⁴⁷ M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2009, nr 3, s. 12-13.

¹⁴⁸ Ł. Gasiński, *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej*, Warszawa 2014, s. 132-133.

¹⁴⁹ S. Huczek, *Komunalne papiery wartościowe na rynku regulowanym*, „Finanse Komunalne” 2007, nr 4, s. 22.

¹⁵⁰ M. Michalski, *O pojęciu...*, s. 7.

¹⁵¹ M. Glicz, *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018, § 2. Charakter uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce publicznej.

¹⁵² M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania uprawnień udziałowych z akcji*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2008, nr 5, s. 35.

papiery wartościowe¹⁵³. Niemniej jednolitość tego członkostwa nie tworzy konieczności istnienia niezmienności składu osobowego. Dodatkowo natura akcji jako papieru wartościowego pozwala na płynne zmiany w strukturze akcjonariatu¹⁵⁴.

W przypadku spółki publicznej wymieniona powyżej jednolitość nie ulega modyfikacji, jednak podlega pewnemu ograniczeniu, co ma odzwierciedlenie w redukcji znaczenia wykonywania praw przez część akcjonariuszy. Zaznaczyć należy, że akcja są przedmiotem masowych inwestycji. Z tej przyczyny inwestorzy są przeważnie zainteresowani osiągnięciem zysków wynikających z wahań się kursów akcji lub z przyszłych, przewidywanych dywidend¹⁵⁵, toteż korzystanie z uprawnień korporacyjnych może przesunąć się na drugi plan¹⁵⁶. Świadczy to o inwestorskim charakterze członkostwa w spółce publicznej (szczególnie w przypadku podmiotów o rozdrobnionym akcjonariacie)¹⁵⁷. W takiej spółce bowiem akcja stanowi narzędzie finansowe, które służy do urzeczywistniania zamierzeń inwestycyjnych, a sama inwestycja ma charakter autonomiczny, niekoniecznie związany z działalnością samej spółki i wywieraniem na nią wpływu (tj. aktywnym w niej uczestnictwem)¹⁵⁸. W wielu przypadkach akcjonariusz nie tworzy tak trwałych więzi korporacyjnych jak ma to miejsce w spółce typowej. W tym przypadku znaczenia nabiera jego rola jako uczestnika rynku (inwestora), którego aktywności są podyktowane przez chęć osiągnięcia zysku z obrotu akcjami. Dlatego stabilność stosunku członkostwa oraz partycypacyjna funkcja akcji są osłabiane¹⁵⁹.

Wobec powyższego stwierdzić należy, że w spółce publicznej może zachodzić sytuacja, w której przewagę zyskują motywy rynkowe jego uczestników, skupiające się na dążeniach akcjonariuszy mniejszościowych, mających na celu generowanie korzyści ze zmian kursów akcji¹⁶⁰. Wynika to z faktu, że akcja w takich okolicznościach jest postrzegana nie jako podstawa korporacyjnego uczestnictwa w spółce, ale jako

¹⁵³ M. Glicz, *Spółka...*, § 2. Charakter uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce publicznej.

¹⁵⁴ M. Glicz, *Spółka...*, § 2. Charakter uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce publicznej.

¹⁵⁵ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 144.

¹⁵⁶ A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 276; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 145.

¹⁵⁷ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 144.

¹⁵⁸ M. Glicz, *Spółka...*, § 2. Charakter uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce publicznej; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 145.

¹⁵⁹ M. Michalski, *Kontrola...*, s. 148; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 145; M. Glicz, *Spółka...*, § 2. Charakter uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce publicznej.

¹⁶⁰ M. Glicz, *Spółka...*, § 2. Charakter uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce publicznej.

narzędzie służące osiągnięciu zysków w ramach funkcjonowania rynkowych mechanizmów podaży i popyt¹⁶¹.

Ponadto, w związku z tematyką podejmowaną w toku dysertacji, warto wskazać, że w przypadku spółek publicznych wprost zachodzi stan rozszczepienia praw akcyjnych, tj. prawa majątkowe i prawa korporacyjne, w tym prawo głosu, przysługują różnym podmiotom. Ma to miejsce w sytuacji, gdy akcje zostaną zbyte przez ich właściciela po dniu rejestracji a przed dniem walnego zgromadzenia. Jest to wprost dopuszczone przez właściwe regulacje prawne. W przypadku spółki publicznej ustawodawca jednoznacznie przewiduje sytuację, że podmiotem uprawnionym samoistnie (legitymowanym formalnie i materialnie) do wykonywania prawa głosu nie będzie posiadacz akcji. Zagadnienie to zostanie szczegółowo omówione w kolejnych rozdziałach pracy doktorskiej.

1.3 Poglądy doktryny na temat rozszczepialności praw udziałowych

Z perspektywy rozważań prowadzonych w rozprawie doktorskiej konieczne jest przybliżenie kwestii rozszczepiania praw udziałowych, w tym omówienie obowiązywania tzw. zakazu rozszczepialności (na gruncie spółek akcyjnych) lub zasady nierozszczepiania. Z perspektywy dysertacji terminy „zakaz rozszczepiania” i „zasada nierozszczepiania” będą niekiedy używane zamiennie ze względu na ich zbliżony charakter i stosunek, co do rozszczepiania praw *sensu stricte*, tj. tworzenia sytuacji faktycznych, w których prawa korporacyjnie i prawa majątkowe przysługują innym podmiotom.

1.3.1 Historyczne poglądy dotyczące rozszczepiania praw udziałowych w Polsce i droga do opracowania obecnych stanowisk funkcjonujących w doktrynie

W ramach analizy historycznego podejścia doktryny do problematyki rozszczepiania praw udziałowych, rozważania skupią się na okresie obowiązywania kodeksu handlowego, przy czym pominięty zostanie okres międzywojenny – ze względu na fakt, że w tym okresie literatura dotycząca tej materii jest ograniczona, a bardziej miarodajne poglądy dla prowadzonych rozważań zostały przedstawione w dorobku doktryny przypadającym po roku 1990.

¹⁶¹ K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 145; M. Glicz, *Spółka...*, § 2. Charakter uczestnictwa korporacyjnego akcjonariusza w spółce publicznej.

1.3.1.1 Poglądy dotyczące rozszczepiania praw udziałowych pod rządami kodeksu handlowego

W okresie obowiązywania kodeksu handlowego uznawano, że wiązka uprawnień akcjonariusza jest zawarta w akcji rozumianej jako prawo udziałowe, które to jest jednolite i niepodzielne¹⁶². Zgodnie z tym poglądem pojedyncze prawo udziałowe nie było rozporządzalne¹⁶³. Taka interpretacja aprobowana przez część doktryny została wyprowadzona z treści art. 344 KH, zgodnie z którym akcje były niepodzielne. Zakaz wynikający z tego artykułu odnosił się do podziału akcji jako papieru wartościowego, jak i praw udziałowych¹⁶⁴. A. Kondracka w monografii wydanej w 1999 r. stwierdziła, że prawa korporacyjne są nieodłączne od uczestnictwa w spółce i z tego względu nie mogą być przeniesione bez przeniesienia akcji, natomiast próby zbywania jedynie niektórych praw udziałowych skutkowałby tym, że takie prawo byłoby całkowicie oderwane od istoty, z której wynika (tj. akcji). Dlatego zgodnie z prezentowanymi twierdzeniami rozszczepienie praw byłoby sprzeczne z naturą stosunków w spółce akcyjnej¹⁶⁵. W ramach tej monografii wskazano na ogólny zakaz rozszczepiania (ten termin został tam wprost użyty¹⁶⁶) – który to dotyczył praw korporacyjnych¹⁶⁷. Przy czym sam zakaz rozszczepiania nie obejmował udzielenia pełnomocnictwa do realizacji praw organizacyjnych.

W literaturze na tle KH wskazywano, że w świetle zakazu rozszczepiania problemem spornym było, czy w przypadku obciążenia akcji dochodzi do przeniesienia praw korporacyjnych. Jednak w tym zakresie przeważał pogląd, że ze względu na silny związek tych uprawnień ze stosunkiem członkostwa w spółce, takie obciążenie nie prowadzi do transferu praw obligacyjnych, czyli uprawnienia te pozostawały przy akcjonariuszu spółki¹⁶⁸. Niemniej uznawano za możliwe udzielenie zastawnikowi lub użytkownikowi (w tym także innym podmiotom) pełnomocnictwa do wykonywania prawa głosu¹⁶⁹.

¹⁶² A. Szajkowski, *Prawo spółek...*, s. 386; A. Szpunar, *Akcje jako papiery wartościowe*, „Państwo i Prawo” 1993, nr 11–12, s. 12 i n.

¹⁶³ A. Szpunar, *Akcje...*, s. 13; A. Kondracka, *Charakter...*, s. 64.

¹⁶⁴ T. Dziurzyński [w:] T. Dziurzyński, Z. Fenichel, M. Honzatko, *Kodeks...*, s. 376.

¹⁶⁵ A. Kondracka, *Charakter...*, s. 68, 105, 137.

¹⁶⁶ Po raz pierwszy taki termin został użyty w pozycji: S. Sołtysińskiego [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz, tom I*, 1994, s. 135–136.

¹⁶⁷ A. Kondracka, *Charakter...*, s. 69.

¹⁶⁸ S. Sołtysiński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 137; J. Frąckowiak, *Zastaw...*, s. 27; I. B. Mika, J. Szwaja, *Wpływ zabezpieczenia roszczenia przez zajęcie praw z akcji na wykonywanie tych praw przez akcjonariusza*, „Prawo Spółek” 2000, nr 5, s. 4.

¹⁶⁹ W. Popiołek [w:] J.A. Strzępka, *Kodeks...*, s. 758.

Analogiczny pogląd, jak w przypadku zastawu lub użytkowania, prezentowano również w przypadku egzekucji z akcji¹⁷⁰. W ramach tego poglądu wierzyciel nie był uprawniony do realizacji innych praw niż majątkowe. Jednak nie był to pogląd absolutnie spójny w doktrynie¹⁷¹. W przypadku przeciwnej argumentacji podnoszono, że odmówienie wierzycielowi praw korporacyjnych wynikało z błędnego utożsamiania praw organizacyjnych z prawami majątkowymi¹⁷².

Należy wskazać, że w okresie obowiązywania KH raczej nie sprzeciwiano się dopuszczalności przeprowadzania czynności mających na celu wykreowanie stanu faktycznego podobnego do rozszczępienia praw udziałowych. Przykładem może być kwestia powierniczego przeniesienia akcji¹⁷³. Podobny efekt można było uzyskać w przypadku udzielenia nieodwołalnego pełnomocnictwa, co zostało potwierdzone przez Sąd Najwyższy w wyroku o sygn. II CKN 496/98¹⁷⁴ z dnia 8 października 1999 r.

1.3.1.2 Zmiany wprowadzone w kodeksie spółek handlowych

W roku 2000 uchylony został kodeks handlowy, a w jego miejsce uchwalono kodeks spółek handlowych. W ramach nowych regulacji uwzględniono przepisy (lub pominięto regulacje dotychczas funkcjonujące) które to mają doniosłe znaczenie dla tematyki rozszczępienia praw udziałowych.

Do KSH został wprowadzony art. 340, który nie miał odpowiednika w kodeksie handlowym. Dotyczył on wykonywania praw korporacyjnych w razie, gdy akcja została zastawiona lub stała się przedmiotem użytkowania. Wymieniona regulacja miała za zadanie uporządkowanie podejścia do wcześniej kontrowersyjnego tematu dotyczącego sposobu wykonywania prawa głosu przez zastawnika lub użytkownika akcji. Przyjęty przepis stanowi, że ustanowienie zastawu lub użytkowania na akcji nie uprawnia automatycznie zastawnika lub użytkownika do wykonywania prawa głosu, jednak przewiduje taką możliwość w zależności od spełnienia pewnych warunków¹⁷⁵.

¹⁷⁰ F. Zedler, [w:] P. Adamczewski, M. Piotrowski, *Spółka akcyjna – wybrane zagadnienia prawne i ekonomiczne*, Poznań 1994, s. 100; J. Broł, *Zabezpieczenie i egzekucja wierzytelności pieniężnych*, Warszawa 1994, s. 21; T. Wiśniewski, *Egzekucja z udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Zielona Góra 1994, s. 14; R. Manikowski, *Egzekucja z akcji na okaziciela*, Poznań 1994, s. 27.

¹⁷¹ Odmienne zdanie w tym temacie wyrażono: S. Sołtysiński [w] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 138 i n.

¹⁷² R. Manikowski, *Egzekucja...*, s. 24 i n.

¹⁷³ A. W. Wiśniewski, *Prawo...*, s. 132–133.

¹⁷⁴ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 8 października 1999 r., o sygn. II CKN 496/98, OSNC 2000, nr 4, poz. 72.

¹⁷⁵ J. Frąckowiak [w:] J. Broł, V. M. du Vall, W. J. Katner, A. Kidyba, E. Kiedrowicz, T. Komosa, C. Kosikowski, K. Kruczałak, E. Nowińska, W. Opalski, U. Promińska, W. Pyziół, A. P. Skoczylas, J. Frąckowiak, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2001, art. 340, nb. 1-3.

Zatem wprowadzono wyjątek od wcześniej sformułowanej zasady zakazu rozszczepiania¹⁷⁶ – niemniej niektórzy przedstawiciele doktryny mają w tym temacie inne zdanie i wyrażają stanowisko mówiące, iż w omawianym przypadku nie dochodzi do przeniesienia prawa głosu, lecz zastawnik lub użytkownik korzysta z prawa przysługującego akcjonariuszowi¹⁷⁷. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że dopuszczenie możliwości przyznania prawa głosu zastawnikowi lub użytkownikowi uatrakcyjniało akcje jako narzędzie pozwalające na łatwiejsze uzyskanie finansowania. Kredytodawca (lub inny podmiot udzielający finansowania), któremu przysługiwałby zastaw lub użytkowanie na akcjach, otrzymywałby mocniejsze zabezpieczenie swoich interesów w postaci wpływu na spółkę, której udzielono kredytu¹⁷⁸.

W tym miejscu należy również wskazać na wprowadzony w kodeksie spółek handlowych przepis art. 4 par. 1 pkt 4 lit. a KSH. W związku z tym artykułem, M. Michalskiego wyraził pogląd, że ustawodawca wyraźnie już akceptuje możliwość dysponowania głosami mimo braku tytułu korporacyjnego¹⁷⁹. Wynika to z faktu, że zgodnie ze stanowiskiem tego autora termin we wspomnianej regulacji, tj. „dysponowanie”, odnosi się nie tylko do dysponowania głosami z akcji, gdy tytuł korporacyjny przysługuje podmiotowi posiadającemu związane prawa majątkowe (lub użytkownikowi bądź zastawnikowi), lecz także do sytuacji, w której podmiot wykonywujący prawo głosu jest legitymowany z innego tytułu (tj. podmiot nie posiada autonomicznego tytułu korporacyjnego lub innej podstawy legitymacyjnej rozpoznawalnej przez spółkę)¹⁸⁰.

W związku z wprowadzeniem spółek publicznych, ustanowiono regulacje, które wskazywały, że za podmiot legitymowany do udziału w walnym zgromadzeniu tych spółek oraz wykonywania prawa głosu uznaje się osobę, która posiadała akcje w dniu rejestracji (tj. w dniu przypadającym na szesnaście dni przed planowaną datą walnego zgromadzenia)¹⁸¹. Natomiast, gdy między tą datą, a datą walnego zgromadzenia dojdzie do zbycia akcji, zaistnieje sytuacja rozejścia się praw udziałowych i

¹⁷⁶ A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 340, akapit 23.

¹⁷⁷ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych, Tom IIIA...*, art. 340, nb. 3.

¹⁷⁸ S. Sołtysiński, M. Mataczyński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, art. 340, nb. 2.

¹⁷⁹ M. Michalski, *Kontrola...*, 1.3. Udział kapitałowy jako podstawa członkostwa w spółce akcyjnej, ostatni akapit.

¹⁸⁰ M. Michalski, *Dopuszczalność...*, s. 40; A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 439.

¹⁸¹ K. Oplustil, *O potrzebie proeuropejskiej wykładni polskiego prawa spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 9, s. 14 i n.

majątkowych – tj. różne podmioty będą korzystały z praw majątkowych i praw korporacyjnych¹⁸². Jednak należy zwrócić uwagę na odrębny pogląd wyrażony przez A. Chłopeckiego wskazujący, że zbywca akcji nie posiada prawa do udział w walnym zgromadzeniu i prawa głosu. Jego zdaniem dzień rejestracji jest wyłącznie mechanizmem identyfikacji akcjonariuszy i decyduje o legitymacji formalnoprawnej. Natomiast zbywca, jako że nie posiada statusu akcjonariusza, nie cechuje się legitymacją materialnoprawną¹⁸³. Podobny pogląd został zaprezentowany również przez A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel. Wskazują oni, że zbywca może uczestniczyć w walnym zgromadzeniu, jednak nie może wykonywać prawa głosu¹⁸⁴.

1.3.2 Aktualne poglądy doktryny nt. rozszczepiania praw korporacyjnych

Rozszczepialności praw udziałowych jest zagadnieniem spornym. Podkreślenia wymaga fakt, że pogląd zakładający istnienie zakazu rozszczepiania nie jest poglądem powszechnie akceptowanym w doktrynie (autorem potencjalnie podważającym istnienie absolutnego zakazu rozszczepiania jest np. M. Michalski¹⁸⁵).

W zakresie obowiązywania tzw. zakazu rozszczepiania, K. Szczepańska¹⁸⁶ wyróżnia trzy zróżnicowane poglądy (choć należy zaznaczyć, że wymienione poglądy zostały wyodrębnione na bazie pracy dotyczącej zakazu rozszczepiania w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością i niepublicznej spółce akcyjnej):

- pogląd o zakazie rozszczepialności¹⁸⁷ – zgodnie z którym zakaz ten bezwzględnie obowiązuje, a przewidziane wyjątki w zakresie ustanawiania zastawów i użytkowania nie prowadzą do rozszczepienia praw korporacyjnych i majątkowych. Przykładowo, zgodnie z tym poglądem w przypadku ustanowienia zastawu nie dochodzi do formalnego oddzielenia prawa głosu od własności akcji;

¹⁸² K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14 i n.; A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 406⁴, akapit 2; M. Dumkiewicz [w:] M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, art. 406⁴, akapit 1; A. Krysik [w:] Z. Jara, *Kodeks...*, art. 406⁴, nb. 9.

¹⁸³ A. Chłopecki, *Materialnoprawne i legitymacyjne skutki tzw. record date*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 6, s. 23-24.

¹⁸⁴ A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wykonywanie prawa głosu i zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia*, „Prawo Spółek” 2009, nr 10, s. 13

¹⁸⁵ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 39.

¹⁸⁶ K. Szczepańska, *Zasada...*, § 5. Pojęcie i treść zasady nierozszczepialności.

¹⁸⁷ Pogląd taki został zaprezentowany np. w publikacjach: A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 340, 3. Generalna zasada nierozszczepialności praw z akcji; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 144.

- pogląd, mówiący o zasadzie nierozszczepialności¹⁸⁸ – według takiego stanowiska zakaz rozszczepiania jest wprawdzie zasadą, od której istnieją ustawowo określone wyjątki. Jest to pogląd zbliżony do powyższego, jednak dopuszcza on na zasadzie wyjątku możliwość formalnego rozdzielenia praw korporacyjnych i majątkowych;
- pogląd mówiący o tzw. „mitycznym” zakazie rozszczepialności¹⁸⁹ – kwestionujący tezę o obowiązywaniu zakazu rozszczepialności uprawnień korporacyjnych. Jednak w tym zakresie autorzy zazwyczaj kwestionują możliwość istnienia powyższego zakazu / zasady w zakresie rozszczepiania *sensu largo*.

Dodatkowo można wskazać również na pogląd przedstawiony przez K. Wosiaka, który plasuje się pomiędzy poglądem o zasadzie nierozszczepialności a „mitycznym” zakazie rozszczepialności. Pogląd ten mówi, że niedopuszczalne jest osobne rozporządzenie pojedynczymi prawami akcyjnymi. Niemniej, wymieniony autor wskazuje, że zakaz rozszczepiania nie obejmuje sytuacji, w których dochodzi do przeprowadzenia czynności nieprowadzących formalnie do przeniesienia tych uprawnień, a wyłącznie wywołujących podobne rezultaty do takiego przeniesienia¹⁹⁰.

Ponadto warto wskazać, że można rozróżnić rozszczepienie praw akcyjnych *sensu stricte* oraz *sensu largo*¹⁹¹. Pierwsza z tych sytuacji dotyczy rzeczywistego rozejście się przysługiwania praw akcyjnych danemu podmiotowi (tj. jeden podmiot jest właścicielem akcji, natomiast drugiemu podmiotowi przysługuje prawo głosu). Rozszczepianie praw *sensu largo* dotyczy natomiast przypadku, w którym pomimo braku formalnego ich rozejścia się (tj. sytuacja, w której wciąż ten sam podmiot jest właścicielem akcji i jemu przysługują prawa z nimi związane), na podstawie zawartych węzłów obligacyjnych konkretnym prawem akcyjnym dysponuje inny podmiot.

Zaznaczyć należy, że w dysertacji zakaz rozszczepiania i zasada nierozszczepiania będą przytaczane jako pojęcia zamienne z uwagi na fakt, iż z

¹⁸⁸ Pogląd taki został zaprezentowany np. w pracy: S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 23; K. Szczepańska, *Zasada...*, III. Ujęcie definicyjne zasady nierozszczepialności, 1. Uwagi ogólne.

¹⁸⁹ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 39; Ł. Gasiński, *Z problematyki dopuszczalności...*, 6. Podsumowanie.

¹⁹⁰ K. Wosiak, *Legitymacja...*, Rozdział I Akcja – prawo podmiotowe, nb. 7-8.

¹⁹¹ Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zaciągania zobowiązań co do sposobu wykonywania prawa głosu w spółce z o.o. oraz podstawa normatywna dochodzenia ich wykonania. Glosa do wyroku s.apel. z dnia 5 stycznia 2006 r., I ACa 630/05, „Glosa” 2010, nr 1, s. 59-60.*

perspektywy prowadzonych rozważań obie konstrukcje mają podobne znaczenie, tj. w zasadzie wykluczają rozszczepianie praw w sytuacjach innych niż *explicite* wyrażonych w KSH. Natomiast różnica *de facto* odnosi się do faktu, czy w ramach ustawowych regulacji (np. w przypadku zastawnika lub użytkownika udziałów/akcji) rzeczywiście dochodzi do takiego rozszczepienia.

1.3.2.1 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych

Zakaz rozszczepiania praw korporacyjnych (również postrzegany w kategorii zasady prawa) wydaje się poglądem dominującym w doktrynie¹⁹². Jak już wyżej wskazano, w jego ramach można wyodrębnić pogląd o bezwzględnym obowiązywaniu zakazu rozszczepiania oraz pogląd dotyczący istnienia zasady nierozszczepiania. Przedstawiciele tego typu stanowiska uznają jego obowiązywanie na podstawie argumentów opartych o regulacje KSH, a także wywodzą go z instytucjonalnych podstaw funkcjonowania spółek kapitałowych.

1.3.2.1.1 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych – podstawy regulacyjne

W przypadku argumentów bazujących na treści regulacji KSH, na potwierdzenie istnienia zakazu rozszczepiania przytacza się artykuły 333, 337 i 340 KSH, art. 353¹ KC, oraz na gruncie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością – art. 187 i 242 KSH. Jednak podkreślić należy, że w regulacjach prawnych nie można doszukać się przepisów, które wprost wyrażałyby zakaz rozszczepiania¹⁹³.

1.3.2.1.1.1 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a art. 333 KSH

Przepisem powoływanym na poparcie zakazu rozszczepiania jest art. 333 KSH. Sprowadza się on do twierdzenia mówiącego, że akcje są niepodzielne. Jak już wyżej wskazano, w literaturze okresu obowiązywania KH podkreślano, że tego typu norma jest podstawą obowiązywania wymienionego zakazu, gdyż wskazuje na niepodzielność ogółu praw wynikających z akcji. Argumentacja ta jest również obecnie podtrzymywana przez część doktryny¹⁹⁴. Przeciwno takiej tezie podnoszono

¹⁹² Przykładowo takie stanowisko jest prezentowane w: A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 340, 3. Generalna zasada nierozszczepialności praw z akcji; W. Popiołek, *Akcja...*, s. 144; S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 23; A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, art. 340, nb. 3; Józef Frąckowiak [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych...*, s. 221.

¹⁹³ J. Kuropatwiński, *Zbycie udziału w spółce osobowej. Aspekty prywatnoprawne*, „Prawo Spółek” 2000, nr 9, s. 46.

¹⁹⁴ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, s. 742; S. Sołtysiński, M. Mataczyński [w:] S. Sołtysiński, *Kodeks...*, s. 261; J. Frąckowiak [w:] K. Kruczałak, J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Opalski, W. Popiołek, W. Pyziół, *Kodeks...*, s. 665.

historyczną treść art. 333 § 1 KSH, która brzmiała w następujący sposób: „*Akcje są niepodzielne. Mogą być wydawane w odcinkach zbiorowych*”¹⁹⁵. Wymieniony powyżej artykuł zawierał zdanie stanowiące, że akcje mogą być wydawane w odcinkach zbiorowych. Ponadto następne przepisy KSH, odnosiły się do zasad wydawania dokumentów akcji¹⁹⁶. Obie te kwestie mogły sugerować, że art. 333 KSH odnosi się do akcji jako dokumentu. Niemniej, z uwagi na zmianę art. 328 KSH i pozbawienia akcji formy dokumentów (oraz pozostałych zmian z tym związanych) ten argument może tracić na swoim znaczeniu. Z drugiej jednak strony można wskazać, że ten termin w obecnym stanie prawnym może odnosić się do zapisu w systemie elektronicznym (który to można postrzegać jako substytut lub następcę formy dokumentu). Dodatkowo, wciąż nie ma przeszkód, aby twierdzić, że wymieniony przepis (art. 333 KSH) po prostu wyłącza możliwość podziału akcji w tym sensie, że z jednej akcji zostaną wyodrębnione mniejsze jednostki nominalne bez podjęcia określonych działań przez zarząd bądź dokonania zmian statutu¹⁹⁷.

1.3.2.1.1.2 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a art. 337 § 6 KSH

Kolejno wskazuje się, że podstawę obowiązywania zasady nierozszczepiania może stanowić art. 337 § 6 KSH, zgodnie z którym jego poszczególne paragrafy (tj. normy dot. rozporządzania akcjami) stosuje się odpowiednio również do rozporządzenia częścią ułamkową akcji. Podkreśla się, że przytoczony przepis nie dotyczy rozporządzania pojedynczymi prawami akcyjnymi wydzielonymi z całej wiązki uprawnień składających się na akcje¹⁹⁸, a użyty w ramach tego paragrafu zwrot „część ułamkowa akcji” oznacza ułamek całokształtu praw zawartych w akcji¹⁹⁹. W doktrynie zwraca się uwagę, że wnioskując *a contrario*, w ramach wskazanych założeń, nie można rozporządzać cząstkowymi prawami²⁰⁰. Niemniej wnioskowanie *a contrario* wydaje się nieadekwatne dla celów wyprowadzenia zasady zakazu rozszczepiania. Podkreślić należy, że odpowiednie stosowanie regulacji dotyczących rozporządzania akcjami do rozporządzania częścią ułamkową akcji nie stanowi przeciwieństwa rozszczepiania praw akcyjnych. Oba zagadnienia są raczej osobnymi kwestiami, niepowiązanymi w stopniu wystarczającym do przyjęcia tego typu wnioskowania.

¹⁹⁵ Treść ta nie obowiązuje począwszy od 1 marca 2021 r.

¹⁹⁶ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, nb. 11-12.

¹⁹⁷ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, nb. 9.

¹⁹⁸ K. Szczepańska, *Zasada...*, II. Podstawa z art. 337 KSH, nb. 1.

¹⁹⁹ W. Popiołek [w:] J. A. Strzępka, *Kodeks...*, s. 848.

²⁰⁰ K. Szczepańska, *Zasada...*, II. Podstawa z art. 337 KSH, nb. 1.

1.3.2.1.1.3 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a art. 340 KSH

W zakresie art. 340 KSH (na gruncie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością analogicznym przepisem jest art. 187 KSH) wskazuje się, że zawiera on wyjątek od zakazu rozszczepiania (zasady nierozszczepiania). Zatem ten zakaz (zasada) wynika *a contrario* ze wspomnianej regulacji. Argumentując za taką tezę podkreśla się, że jeżeli zastawnik i użytkownik mają uprawnienie do wykonywania prawa głosu w sztywno określonych ramach oraz przy spełnieniu specyficznych warunków, to sytuacja, w której prawo jest wykonywane przez osoby trzecie względem spółki we własnym imieniu nie jest możliwa²⁰¹. Z taką argumentacją nie sposób się zgodzić, ponieważ sam przepis nie zawiera wskazówek, że stanowi on wyjątek od szerszej zasady ogólnej. Reguluje on bowiem sytuację niejednoznaczną. Trudno jest również wyprowadzić zasadę „z wyjątku”, jako że sam przepis dopuszczający możliwość przejścia praw korporacyjnych na inny podmiot nie jest dostatecznym uzasadnieniem dla istnienia generalnej zasady zakazującej przenoszenia takich praw. Ponadto zasady wykonywania prawa głosu przez zastawnika i użytkownika są raczej generalnie zakreślone (np. nie zawierają informacji na temat sposobu wykonywania tego głosu czy innego zwrotu limitującego – jak np. „zgodnie z celem ustanowienia zastawu bądź użytkowania”). Z tego względu taki argument należy odrzucić.

1.3.2.1.1.4 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a zasady rozporządzania akcjami

Do kwestii rozporządzania akcjami, bazując na art. 2 KSH, należy stosować regulacje KC z uwagi na brak przepisów właściwych w KSH. Zgodnie z poglądem prezentowanym przez K. Szczepańską do akcji imiennych powinno się zastosować przepisy o cesji wierzytelności oraz art. 921⁸ KC mówiącym, że prawa z imiennych papierów wartościowych przechodzą na inny podmiot przez przelew połączony z wydaniem dokumentu. Przy czym w przypadku akcji na okaziciela, do przeniesienia dochodzi przez transfer własności²⁰². W związku z taką argumentacją trzeba wskazać, że art. 921⁸ KC (akcje imienne) i art. 921¹⁶ KC (akcje na okaziciela) aplikują się do dokumentów zawierających wierzytelności, natomiast zgodnie z art. 921¹⁶ KC przepisy te stosuje się odpowiednio do papierów wartościowych opiewających na prawa inne niż wierzytelności. W zakresie tego argumentu należy podkreślić, że pozostaje on

²⁰¹ A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 337, nb. 24.

²⁰² K. Szczepańska, *Zasada...*, V. Podstawa z art. 353¹ w zw. z art. 509 KC w zw. z art. 2 KSH.

nieadekwatny do spółek publicznych, w których przypadku do rozporządzania akcjami stosuje się inny reżim prawny zawarty w UOIF²⁰³. Zgodnie z nim umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych (art. 7 ust. 2 UOIF)²⁰⁴. Od dnia 1 marca 2021 r. odmienny reżim, bazujący na art. 328⁹ § 1 KSH, ma również zastosowanie do niepublicznych spółek akcyjnych ze względu na wprowadzenie przepisu art. 328 § 1 KSH stanowiącego, że akcje nie mają formy dokumentu (a przyjmują formę zapisu elektronicznego)²⁰⁵. Zgodnie z nowymi przepisami zbycie zdematerializowanych akcji spółek niepublicznych nie jest oparte o konstrukcję przelewu (art. 328⁹ § 1 KSH ustanawia autonomiczny reżim), ale o konstytutywny wpis do rejestru akcjonariuszy, który jest niezbędny dla skutku rozporządzającego przeniesienia własności akcji²⁰⁶.

1.3.2.1.2 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych – podstawy instytucjonalne

Wśród najważniejszych podstaw instytucjonalnych zakazu rozszczepiania praw udziałowych K. Szczepańska²⁰⁷ wskazuje naturę spółki, właściwość stosunku członkostwa, zasadę jednolitości członkostwa, istotę praw podlegających rozszczepieniu, funkcjonalny związek praw akcyjnych, akcesoryjność praw korporacyjnych, zasadę osobistego wykonywania praw korporacyjnych, dyrektywę samostanowienia i autonomii, zasady współdziałania i obowiązku lojalności, pewność i bezpieczeństwo obrotu oraz zakaz nadużywania praw podmiotowych²⁰⁸.

1.3.2.1.2.1 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a natura spółki akcyjnej

Na wstępie należy wskazać na funkcjonującą w doktrynie interpretację pojęcia „natura spółki akcyjnej”. Pojęcie to można rozumieć jako wyodrębnione cechy normatywne, których naruszenie prowadzi do zniekształcenia ustawowego modelu spółki²⁰⁹. Zatem natura spółki wywodzona jest w literaturze prawniczej z całokształtu

²⁰³ P. Machnikowski [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski, *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2021, art. 921¹⁶, nb. 1.

²⁰⁴ W. Popiołek, *Rozporządzanie akcjami rejestrowymi spółek niepublicznych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2020, nr 5, s. 6.

²⁰⁵ K. Zawada, [w:] K. Pietrzykowski, *Kodeks cywilny. T. II. Komentarz. Art. 450–1088. Przepisy wprowadzające*, Warszawa 2021, art. 921¹⁶, nb. 2.

²⁰⁶ W. Popiołek, *Rozporządzanie...*, s. 6.

²⁰⁷ K. Szczepańska, *Zasada...*, § 3. Podstawy instytucjonalne i doktrynalne.

²⁰⁸ K. Szczepańska, *Zasada...*, Rozdział IV, par. 3.

²⁰⁹ Ł. Gasiński, J. Modrzejewski, J. Okolski, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 8, s. 4; Ł. Gasiński, *Granice...*, s. 295–302 oraz 305–308; S. Sołtyński, P. Moskwa [w:] S. Sołtyński, *Prawo spółek kapitałowych*, s. 24–25; M. Tajer, *Kształtowanie treści statutu spółki akcyjnej*, „Przegląd Sądowy” 2007, nr 12, s. 16.

przepisów KSH²¹⁰. Naturę spółki akcyjnej identyfikuje się z następującymi zasadami: brakiem odpowiedzialności osobistej akcjonariuszy za zobowiązania spółki, realnym wniesieniem kapitału zakładowego, zakazem dokonywania zwrotu wpłat wniesionych na kapitał zakładowy, wyodrębnieniem struktury organizacyjnej spółki akcyjnej oraz zasadą rządów większości²¹¹. Dodatkowo w doktrynie wskazuje się, że związanie uprawnień z akcją (czyli w zasadzie zakaz rozszczepiania) należy do elementów natury spółki akcyjnej²¹². Z takim poglądem nie można się zgodzić z uwagi na fakt, że jak już wyżej wskazano w treści dysertacji, zakaz rozszczepiania nie wynika bezpośrednio z przepisów KSH. Na podkreślenie zasługuje fakt, że przedstawiciele doktryny uznający zakaz rozszczepiania akceptują pogląd o braku jednoznacznego sformułowania nierozszczepialności w KSH²¹³.

Jeżeli można przyjąć, że natura spółki odnosi się do typowej / modelowej spółki wynikającej z założeń ustawodawcy ujętych w przepisach prawnych, to należy uznać, że jest ona rekonstruowana z jej normatywnych cech²¹⁴. Tak więc argument wskazujący, że zakaz rozszczepiania praw akcyjnych wynika z tej natury, może być prawdziwy tylko w przypadku, gdy da się go jednoznacznie wyprowadzić z właściwych regulacji. Dlatego jeżeli zakaz rozszczepiania nie wynika wprost z KSH, to tezę mówiącą, że zakaz rozszczepiania jest umotywowany naturą spółki akcyjnej, na bazie powyższych rozważań należy uznać za wątpliwą.

Dodatkowo wskazać należy, że kryterium stosunku spółki akcyjnej odnosi się do kształtowania treści statutu. Wynika to bowiem z treści art. 304 KSH, który sugeruje, że natura spółki delimituje swobodę kształtowania statutu, a nie umów obligacyjnych²¹⁵. Z tego względu w nauce prawa istnieją wątpliwości, czy natura spółki może stawiać ograniczenia również w innych przypadkach – np. w przypadku kształtowania treści umowy o głosowanie²¹⁶. W szerszej perspektywie istnieje

²¹⁰ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, art. 304, nb. 82.

²¹¹ M. Bieniak [w:] J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks...*, art. 304, nb. 14.

²¹² M. Bieniak [w:] J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks...*, art. 304, nb. 14.

²¹³ J. A. Strzępka, E. Zielińska [w:] J. A. Strzępka, *Kodeks...*, s. 107.

²¹⁴ Ł. Gasiński, *Dopuszczalność wyłączenia...*, s. 8.

²¹⁵ Ł. Gasiński, *Z problematyki dopuszczalności...*, s. 33.

²¹⁶ Ł. Gasiński, *Umowy akcjonariuszy co do sposobu wykonywania prawa głosu w prawie polskim i amerykańskim*, 2016, s. 171-199.

wątpliwość czy natura spółki może ograniczać wolę stron dotyczącą zawierania umów obligacyjnych odnoszących się do funkcjonowania spółki akcyjnej²¹⁷.

Ponadto należy zwrócić uwagę, że kryterium natury spółki nie jest tożsame z istotą stosunku prawnego z KC. W doktrynie pogłębioną analizę pojęcia natury stosunku prawnego przeprowadził R. Trzaskowski. Wskazał on, że natura stosunku to pewne normatywne minimum w zakresie kształtu (cech) zobowiązaniowego stosunku prawnego, którego naruszenie sprawia, że wykreowany przez strony stosunek nie mieści się już w ramach założeń porządku prawnego co do funkcji zobowiązania lub wartości, z którymi musi pozostawać on w zgodzie²¹⁸.

1.3.2.1.2.2 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a natura stosunku korporacyjnego członkostwa w spółce akcyjnej

Zakaz rozszczepiania jest również uzasadniany poprzez wskazanie na charakter natury członkostwa w spółce. W przypadku spółek akcyjnych stosunek członkostwa jest określany jako stosunek prawny i może być postrzegany także jako prawo podmiotowe²¹⁹. Stosunek ten odzwierciedla relacje zachodzące między spółką oraz akcjonariuszami. Pozwala on sprecyzować ich sytuację prawną wobec spółki oraz wobec innych akcjonariuszy²²⁰. Można stwierdzić, że stosunek ten przejawia się we wzajemnych prawach i obowiązkach istniejących pomiędzy spółką a akcjonariuszem (i pomiędzy samymi akcjonariuszami). Przy czym warto zaznaczyć, że już na poziomie normatywnym ustawodawca dopuszcza występowanie innych podmiotów w roli strony tych stosunków. Przykładem jest możliwość ustanawiania pełnomocników oraz możliwość rozporządzania na rzecz podmiotów trzecich skonkretyzowanymi prawami majątkowymi, przyjmującymi postać roszczeń.

Zatem biorąc pod uwagę fakt, że ustawodawca dopuszcza możliwość, aby w ramach stosunku członkostwa, występował inny podmiot niż akcjonariusz, sam fakt dokonania czynności obligacyjnej kreującej stan rozszczepienia praw, nie może zostać zakwestionowany w oparciu o naturę stosunku członkostwa. Dodatkowo uzasadnienie zakazu rozszczepiania *sensu stricte* naturą stosunku członkostwa nie wydaje się do

²¹⁷ Ł. Gasiński, *Umowy akcjonariuszy...*, s. 187–199.

²¹⁸ R. Trzaskowski, *Właściwość (natura) zobowiązaniowego stosunku prawnego jako ograniczenie zasady kształtowania treści umów*, „Kortowski Przegląd Prawniczy” 2000, nr 2, s. 348.

²¹⁹ A. Opalski [w:] S. Sołtyśński, *Prawo spółek kapitałowych...*s. 229.

²²⁰ M. Michalski, *Spółka Akcyjna*, Warszawa 2010. Część 5. Ustrój Korporacyjno-Organizacyjny Spółki Akcyjnej, Rozdział 1. Status prawny akcjonariusza w spółce akcyjnej, §1. Akcja jako tytuł uczestnictwa w spółce akcyjnej, 1. Pojęcie uczestnictwa w spółce akcyjnej.

końca przesądzające (np. w przypadku praw korporacyjnych w tym stosunku może występować inny podmiot – np. zastawnik lub użytkownik).

1.3.2.1.2.3 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a zasada jednolitości członkostwa

Na gruncie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością wyróżnia się zasadę jednolitości członkostwa. Polega ona na założeniu, że struktura stosunku członkostwa jest zdeterminowana przez podział kapitału zakładowego na udziały będące tytułami uczestnictwa w spółce. Natomiast każdy udział tworzy odrębny stosunek członkostwa. Analogiczna sytuacja występuje w spółce akcyjnej²²¹. Z tego względu można stwierdzić, że umocowaniem dla członkostwa w spółce jest akcja, a co za tym idzie, podstawą przysługiwania praw akcyjnych jest własność akcji. W związku z takim argumentem, doniosłe są przykłady już przytoczone w toku dysertacji, tj. uprawnienie do wykonywania prawa głosu przez zastawnika / użytkownika nie wynika z własności akcji. Ponadto dopuszczalne jest rozszczepianie praw majątkowych występujących w postaci skonkretyzowanych roszczeń. Dlatego analizowany argument (tak jak poprzedni) nie może być uznany za przesądzającą podstawę zakazu rozszczepiania.

1.3.2.1.2.4 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a istota praw podlegających rozszczepieniu, akcesoryjność praw korporacyjnych i funkcjonalny związek praw ucieleśnionych w akcji

W literaturze zakaz rozszczepiania uzasadnia się poprzez wskazywanie na istotę praw wynikających z akcji (charakter praw podmiotowego)²²², ich funkcjonalny związek²²³ oraz akcesoryjność praw korporacyjnych²²⁴.

W przypadku istoty praw wynikających z akcji oraz ich funkcjonalnego związku, wydzielenie pojedynczego uprawnienie i przeniesienie go na inny podmiot nie doprowadzi do ich wypaczenia jako całości. Ponadto pojedyncze uprawnienia mogą pozostawać w oddzielnej sferze zainteresowania podmiotów działających na rynku (np. akcjonariuszy, ich kontrahentów, a także banków). Poszczególne uprawnienia z akcji mogą funkcjonować samodzielnie i dotyczyć osobnych kwestii. Przykładem może być przeniesienie samego prawa do dywidendy (w tym dywidend przyszłych,

²²¹ A. Herbet [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 371.

²²² Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zaciągania...*, s. 55–61.

²²³ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 23.

²²⁴ K. Szczepańska, *Zasada...*, VI. Akcesoryjność praw korporacyjnych w stosunku do udziału.

nieskonkretyzowanych), które nie musi wpływać na możliwość realizacji prawa do głosu. Prawo głosu może być wyłącznym przedmiotem zainteresowania w oderwaniu od własności akcji – np. podmiot działający na rynku będzie zainteresowany wyłącznie zdobyciem siły głosu na walnym zgromadzeniu, a nie sferą majątkową związaną z posiadaniem akcji (np. w celu zabezpieczenia swojej pozycji na kontraktach zawartych ze spółką²²⁵).

Jednakże w zakresie akcesoryjności praw korporacyjnych, jak już argumentowano w dysertacji (w rozdziale 1.1.3), dogmat o akcesoryjności tych uprawnień może być wątpliwy z uwagi na ich istotność w toku działalności spółki. Prawa te nie zawsze mogą służyć do zabezpieczenia interesów akcjonariusza oraz mogą mieć niekiedy charakter pierwotny względem praw majątkowych.

1.3.2.1.2.5 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a zasada osobistego wykonywania praw korporacyjnych

Kolejnym argumentem przytaczanym na uzasadnienie zakazu rozszczepiania jest zasada osobistego wykonywania praw korporacyjnych²²⁶. Należy podkreślić, że ta zasada nie jest szeroko rozpowszechniona i omawiana w literaturze.

Zasady osobistego wykonywania prawa korporacyjnych, jeżeli można uznać ją za obowiązującą, nie należy postrzegać jako bezwzględnej. Wynika to przede wszystkim z faktu, że w relacji pomiędzy akcjonariuszem a spółką, ten pierwszy może działać za pomocą pełnomocnika. W takim wypadku to pełnomocnik wykonuje prawa korporacyjne²²⁷ (np. w przypadku prawa głosu lub prawa do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu). Akcjonariusz nie musi wykonywać praw korporacyjnych osobiście. Dlatego można również stwierdzić, że osobiste wykonywanie praw korporacyjnych nie stanowi zasady, natomiast jest czysto technicznym elementem funkcjonowania spółki akcyjnej, który może podlegać modyfikacji w zależności od istniejących ogólnych stosunków prawnych w danym stanie faktycznym.

Z powyższego powodu, zasady osobistego wykonywania praw korporacyjnych nie należy postrzegać jako wystarczającej podstawy obowiązywania zakazu rozszczepiania.

²²⁵ Przykładem może być *kazus Henderson Land i oferta przejęcia części akcji w Henderson Investment*.

²²⁶ *K. Szczepańska, Zasada... Zasada osobistego (członkowskiego) wykonywania praw korporacyjnych*.

²²⁷ *R. Uliasz, Glosa do wyroku s.apel. z dnia 5 stycznia 2008 r., I ACa 630/05, LEX/el. 2008, nb. 6.*

1.3.2.1.2.6 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a dyrektywy samostanowienia i autonomii

Dyrektywy samostanowienia i autonomii zgodnie z poglądem przedstawionym przez K. Szczepańską uzasadniają zakaz rozszczepiania²²⁸. Autorka ta wskazuje (na gruncie analiz dotyczących spółki z ograniczoną odpowiedzialnością), że istotą wymienionych dyrektyw jest fakt, iż prawo spółek opiera się na fundamentach reżimu kontraktowego, samostanowienia i wyłącznej kompetencji udziałowców²²⁹.

Jednak reżim kontraktowy wydaje się pozostawać bez większego związku z samą ideą zakazu rozszczepiania. Natomiast w odniesieniu do samostanowienia – w doktrynie istnieją głosy mówiące, że prawo spółek (w przeciwieństwie do prawa umów) nie jest oparte na zasadzie samostanowienia²³⁰. Abstrahując jednak od tego faktu zaznaczyć należy, że samostanowienie (rozumiane jako brak możliwości wywierania wpływu na spółkę poprzez trzecie osoby²³¹), nie należy utożsamiać z kategoryczną zasadą funkcjonowania spółek akcyjnych. W tym zakresie należy zwrócić uwagę, że wpływ na spółkę posiadają nie tylko akcjonariusze, ale także jej pracownicy, członkowie organów (rady nadzorczej oraz zarządu), a także inni uczestnicy rynku – np. jej kontrahenci lub wierzyciele. Przykładem w tym zakresie jest podmiot udzielający finansowania (np. bank), który w celu zabezpieczenia swojego ryzyka, może kontraktowo ograniczyć swobodę spółki akcyjnej w wypłacie dywidendy. Z tego względu decyzje zapadające w spółce nie są kształtowane jedynie wewnątrz (jako wynik woli akcjonariuszy), ale również przez inne podmioty. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na istotę samej spółki akcyjnej, którą jest oddzielenie własności od zarządzania²³² (czyli podejmowania decyzji co do jej funkcjonowania – choć to też nie jest zasada absolutna, a walne zgromadzenie ma pośredni wpływ na te decyzje). Jest to szczególnie typowe dla spółki publicznej²³³.

W zakresie wpływu osób trzecich na funkcjonowanie spółki należy także zwrócić uwagę, że w literaturze przedmiotu akceptuje się możliwość udzielania pełnomocnictw

²²⁸ K. Szczepańska, *Zasada...*, Uzasadnienie wynikające z dyrektyw samostanowienia i autonomii.

²²⁹ S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 20.

²³⁰ M. Romanowski [w:] A. Szajkowski, *System prawa prywatnego, tom 16: Prawo spółek osobowych*, Warszawa 2008, s. 177.

²³¹ K. Szczepańska, *Zasada...*, Uzasadnienie wynikające z dyrektyw samostanowienia i autonomii.

²³² R. Czerniawski, *Zarząd spółki akcyjnej*, Warszawa 2008, 4.2. Akcjonariusze.

²³³ J. Dąbrowska [w:] M. Michalski, *Powszechna dematerializacja akcji. Modernizacja konstrukcji spółki akcyjnej*, Warszawa 2021, § 4. Akcja jako element kształtujący model spółki akcyjnej.

*in blanco*²³⁴ – co *de facto* stanowi możliwość włączenia osób trzecich w proces podejmowania istotnych decyzji na temat funkcjonowania spółki akcyjnej.

Zatem dyrektywy samostanowienia i autonomii nie należy uznawać za bezsprzeczne podstawy funkcjonowania spółek akcyjnych, z uwagi na ich ograniczony charakter. Dlatego dyrektywy te nie powinny stanowić podstawy istnienia zakazu rozszczepiania.

1.3.2.1.2.7 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a zasady współdziałania i obowiązku lojalności

Podstawą zasady współdziałania jest art. 3 KSH. Zgodnie z tą regulacją podstawą każdej spółki jest zobowiązanie wspólników lub akcjonariuszy do realizowania wspólnego celu poprzez współdziałanie²³⁵. Z tego również wynika obowiązek lojalności wspólników / akcjonariuszy wobec spółki i wobec pozostałych wspólników / akcjonariuszy²³⁶ (jak wskazano poniżej niektórzy przedstawiciele doktryny nie uznają istnienie tego obowiązku w przypadkach dotyczących spółek akcyjnych).

Autorzy kwestionujący obowiązywanie zasady lojalności w przypadku spółek akcyjnych zwracają uwagę, że przepis art. 3 KSH, przy określeniu zasady współdziałania, określa sposób dążenia do wspólnego celu – tj. poprzez wniesie wkładów. Przy czym wspomniana regulacja nie nakłada dodatkowych obowiązków w tym zakresie²³⁷. Ponadto współdziałanie w innych celach niż wymienione powyżej, może być dodatkowym obowiązkiem akcjonariusza (lub wspólnika), jeżeli umowa albo statut spółki tak stanowi.

Przykładowo A. Szumański reprezentuje pogląd zgodnie z którym taki obowiązek nie ma miejsca w spółce akcyjnej. Argumentuje on, że akcjonariusz jest obciążony powinnością wniesienia wkładu na kapitał zakładowy, a obowiązek ten ma charakter wyjątku, natomiast wyjątków nie należy interpretować rozszerzająco. Ponadto autor ten argumentuje, że nakaz lojalności powodowałby sytuacje wprowadzającą zakaz nabywania akcji podmiotów konkurencyjnych przez

²³⁴ O. Horwath, K. Oplustil, *Legitymacja...*, s. 21.

²³⁵ A. Opalski [w] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych*, s. 441–442.

²³⁶ Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zaciągania...*, s. 55–61; wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 5 stycznia 2006 r., o sygn. I ACa 630/05, Apel.-W-wa 2007, nr 1, poz. 8.

²³⁷ M. Michalski, *Dopuszczalność...*, s. 38.

akcjonariuszy innych spółek publicznych²³⁸ – co byłoby znaczącym ograniczeniem swobody obrotu na rynku. Analogiczny pogląd reprezentuje R. Czerniawski²³⁹. Wskazuje się także, iż obowiązek lojalności w odniesieniu do spółek publicznych mógłby być nieadekwatny²⁴⁰ oraz stałby w sprzeczności z akceptowanymi przez KSH czynnościami dokonywanymi w obrębie procedur organizacyjnych²⁴¹. Dodatkowo wykazuje się, że zasadność braku obowiązku lojalności w spółce akcyjnej potwierdza fakt, iż ustawodawca obowiązek ten uwzględnił *expressis verbis* wyłącznie w stosunku do członków zarządu oraz rady nadzorczej²⁴².

Pomimo powyższego zdecydowana większość przedstawicieli doktryny wyróżnia obowiązek lojalności w stosunku do akcjonariuszy²⁴³. Przykładem jest pogląd przedstawiony przez A. Opalskiego, zgodnie z którym ten obowiązek może wynikać z ogólnych dyrektyw wykładni czynności prawnych (art. 56 i 65 KC), zakazu nadużywania praw podmiotowych (art. 5 KC), czy wymogu działania w zgodzie z dobrymi obyczajami (art. 354 KC)²⁴⁴. Istnienie obowiązku lojalności jest również potwierdzone w orzecznictwie²⁴⁵. Wskazuje się nawet, że zasada lojalności dotyczy stron wszystkich stosunków cywilnoprawnych (tj. nie jest domeną wyłącznie stosunków korporacyjnych) i może być uznana za generalną zasadę prawa cywilnego²⁴⁶.

Z uwagi na fakt, że sam nakaz lojalności w przypadku spółki akcyjnej nie jest powszechnie zaakceptowany, to uznanie tego nakazu jako podstawy zasady nierozszczepiania nie jest jednoznaczne. Jednak podkreślić należy, że istnienie obowiązku lojalności w przypadku spółek akcyjnych (w tym spółek publicznych) jest poglądem dominującym w doktrynie²⁴⁷.

²³⁸ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 266–267. Por. polemikę z tymi argumentami D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009, s. 317–319.

²³⁹ R. Czerniawski, *Akcjonariusz...*, Rozdział II Akcjonariusz i prawa z jego akcji, 2.6. Obowiązki akcjonariusza.

²⁴⁰ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 266.

²⁴¹ M. Michalski, *Spółka akcyjna...*, s. 498–499.

²⁴² M. Bielecki, *Podstawowe przejawy obowiązywania zasady lojalności*, "Prawo Spółek" 2005, nr 4, s. 20.

²⁴³ S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 27, 28; A. Opalski, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, 2008, s. 474–477; D. Wajda, *Obowiązek lojalności...*, s. 312–320; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 27, 133, 178; S. Włodyka [w:] S. Włodyka, *System prawa handlowego, t. 1: Prawo handlowe – Część ogólna*, Warszawa 2009, s. 41.

²⁴⁴ A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 442.

²⁴⁵ Istnienie obowiązku lojalności akcjonariuszy w spółce akcyjnej zostało potwierdzone w wyroku Sądu Najwyższego z dnia 16 października 2008 r., o sygn. III CSK 100/2008, OSNC 2009/A, poz. 30.

²⁴⁶ A. Kidyba, *Zasada lojalności stron stosunków cywilnoprawnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 9, s. 10.

²⁴⁷ A. Opalski [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 442; D. Wajda, *Obowiązek...*, s. 7 i n.; J. Napierała, *Nakaz dochowania lojalności przez podmioty stosunku korporacyjnego spółki jako klauzula generalna?*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 9, s. 50; P. Błaszczuk, *Obowiązek lojalności*

Niezależnie od zasadności istnienia obowiązku lojalności w spółkach akcyjnych, należy wskazać, że rozszczępienia praw niekoniecznie musi go naruszać. Raczej, aby obowiązek lojalności mógłby być podstawą zakwestionowania rozszczępienia praw akcyjnych, dane rozszczępienie powinno być dokonane w ramach działania jednoznacznie dokonanego na niekorzyść spółki lub innych akcjonariuszy. Z tego powodu nie należy uznawać tego argumentu za przesądzającego.

1.3.2.1.2.8 Zakaz rozszczępienia praw akcyjnych a zasada niepodzielności prawa

Kolejnym argumentem uzasadniającym zasadę nierozszczępienia, przytaczanym przez K. Szczepańską, jest zasada niepodzielności prawa²⁴⁸ (co prawda ten argument jest przytaczany na gruncie analiz dotyczących spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, niemniej w doktrynie wskazuje się czasami na niepodzielność prawa akcyjnego²⁴⁹). Niemniej należy zwrócić uwagę, że idea niepodzielności prawa jak i zakazu rozszczępienia są tożsame. Z tego względu taka argumentacja jest argumentacją *idem per idem*.

Ponadto, należy wskazać, że jako przykład niepodzielności K. Szczepańska przytacza analizy dot. prawa własności i jego elementu – korzystania z rzeczy. Rozporządzenie tym drugim uprawnieniem uznawane jest za niemożliwe, ponieważ zbycie tego uprawnienia byłoby sprzeczne z celem realizowanym przez prawo własności²⁵⁰. Niemniej powszechnie dopuszczalne jest przeniesienie uprawnienia do korzystania z rzeczy na inny podmiot. Dodatkowo takie przeniesienie nie godzi w istotę prawa własności. Wskazuje się, że struktura prawa podmiotowego nie wyklucza możliwości przeprowadzania czynności prawnych, których efekty gospodarcze mogą być podobne do przeniesienia poszczególnych uprawnień²⁵¹. Z tego względu ten argument nie może być uznany w kontekście zakazu rozszczępienia praw *sensu largo*.

wspólników i akcjonariuszy w grupach spółek, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 8, s. 18; S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 27.

²⁴⁸ K. Szczepańska, *Zasada...*, Zasada niepodzielności prawa udziałowego.

²⁴⁹ J. Kaczkowski, *Polskie prawo o spółkach akcyjnych*, Poznań 1929, s. 63; R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski [w:] J. P. Naworski, J. Rodziewicz, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, s. 205.

²⁵⁰ K. Szczepańska, *Zasada...*, Zasada niepodzielności prawa udziałowego.

²⁵¹ P. Zdanikowski, *Prawo udziałowe w spółce z o.o.*, 2011, s. 59.

1.3.2.1.2.9 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a pewność i bezpieczeństwo obrotu

A. Herbet przesądza niedopuszczalność rozszczepialności praw udziałowych (akcyjnych) na podstawie pewności i bezpieczeństwa obrotu, jednak tylko w zakresie rozszczepiania *sensu stricte*²⁵². Autor ten nie przeprowadza szerszej czy bardziej szczegółowej argumentacji.

W tym zakresie np. rozszczepiania prawa głosu poprzez udzielenie pełnomocnictwa (także nieodwołalnego) nie godzi w bezpieczeństwo obrotu z uwagi na fakt, że pełnomocnictwo i jego treść musi być zakomunikowana spółce. Ponadto istnieją sytuacje, w których to inne podmioty niż właściciele udziałów wykonują prawa akcyjne – np. zastawnik. Takie sytuacje mogą mieć również miejsce w ramach stosunków ekonomicznych (np. bank zabezpieczający swoją pozycję krótką na instrumentach pochodnych poprzez nabycie instrumentu bazowego). W literaturze prawniczej nie kwestionuje się dopuszczalności tych czynności – bez względu na fakt, że z perspektywy bezpieczeństwa obrotu mają one podobny skutek, co rozszczepienie praw.

1.3.2.1.2.10 Zakaz rozszczepiania praw akcyjnych a zasada zakazująca nadużywania praw podmiotowych

K. Szczepańska wskazuje, że zakaz rozszczepiania może wynikać z zasady zakazującej nadużywania praw podmiotowych²⁵³. Zgodnie z art. 5 KC (stanowiący tzw. klauzulę generalną) nie można czynić ze swojego prawa użytku, który by był sprzeczny ze społeczno-gospodarczym przeznaczeniem tego prawa lub z zasadami współżycia społecznego. Zgodnie z zaprezentowaną przez K. Szczepańską argumentacją, udziały oraz akcje są prawem podmiotowym. Z tego powodu nie można nadużywać prawa podmiotowego w ten sposób, że doszłoby do wydzielenia uprawnienia organizacyjnego i przeniesienia go na inny podmiot, gdyż stanowi to nadużycie konstrukcyjne prawa podmiotowego²⁵⁴.

Niemniej powyższa argumentacja wskazująca, że możliwość rozporządzenia pojedynczym, wydzielonym uprawnieniem godziłaby w konstrukcję prawa

²⁵² A. Herbet, *Obrót udziałami...*, s. 175.

²⁵³ K. Szczepańska, *Zasada...*, Zasada zakazująca nadużywania praw podmiotowych.

²⁵⁴ K. Szczepańska, *Zasada...*, Zasada zakazująca nadużywania praw podmiotowych.

podmiotowego, może być jedynie aplikowana do rozszczepiania *sensu stricte*. Natomiast w zakresie rozszczepiania *sensu largo*, argumentacja oparta o założenia praw podmiotowych wzmacnia uzasadnienie dla możliwości tworzenia stanów faktycznych zbliżonych do rozdzielenia praw majątkowych i korporacyjnych – np. na podstawie ustanowienia odpowiednich węzłów obligacyjnych. Wynika to z faktu, że jak już wyżej wskazano, dopuszczalne są czynności prawne wywierające efekty podobne do przeniesienia poszczególnych uprawnień wchodzących w skład prawa podmiotowego.

Należy podkreślić, że stosowanie art. 5 KC może mieć miejsce jedynie w sytuacjach wyjątkowych i musi być następstwem wykonania prawa podmiotowego przez stronę godzącego w fundamentalne wartości, których urzeczywistnieniu ma służyć prawo²⁵⁵. W tym kontekście rozszczepienie praw udziałowych samo w sobie wydaje się zbyt mało doniosłym faktem do stosowania tego przepisu, ponieważ prawnie dopuszczalne jest przeniesienie wykonywania wydzielonych praw na inny podmiot (np. pełnomocnictwo) lub obrót skonkretyzowanymi prawami majątkowymi.

Część doktryny dopuszcza zbywalność uprawnień częściowych, zwłaszcza roszczeń²⁵⁶. Podstawą zbywalności praw jest art. 57 KC. Zgodnie z tym przepisem nie można przez czynność prawną wyłączyć ani ograniczyć uprawnienia do przeniesienia, obciążenia, zmiany lub zniesienia prawa, jeżeli według ustawy prawo to jest zbywalne. Wskazać należy przy tym, że rozumienie terminu "prawo" w tym przepisie winno być interpretowane w szerokim znaczeniu. Chodzi tu nie tylko o złożone prawo podmiotowe, ale także o poszczególne uprawnienia każdego rodzaju i pod każdą postacią, które są przyznane normami prawa – o ile ich zbywalność została przewidziana przez ustawę²⁵⁷.

Z powyższych względów sam zakaz nadużywania prawa podmiotowego nie może stanowić mocnej podstawy istnienia zasady zakazu rozszczepiania *sensu largo*. Natomiast w przypadku rozszczepiania w wąskim ujęciu – przeszkodą do takiego rozszczepiania może być charakter uprawnień udziałowych postrzeganych jako prawo podmiotowe. Jednak i w tym względzie na gruncie spółek publicznych możliwe jest przeniesienie praw majątkowych (tj. prawa do dywidendy) na inny podmiot.

²⁵⁵ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 24 stycznia 2013 r., o sygn. II CSK 286/12, LEX nr 1293949.

²⁵⁶ P. Machnikowski [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski, *Kodeks cywilny...*, art. 57, nb. 1.

²⁵⁷ P. Machnikowski [w:] E. Gniewek, P. Machnikowski, *Kodeks cywilny...*, art. 57, nb. 1.

Niemniej wskazać należy, że nie istnieją przeszkody, aby każde pojedyncze rozszczępienie oceniać z perspektywy art. 5 KC i na tej podstawie uznać je za nieuprawnione. Dodatkowo można podkreślić, że analogicznie jak powyżej, każdorazowe rozszczępienie może być oceniane z perspektywy ogólnej zasady swobody umów z art. 353¹ KC (tj. czy nie sprzeciwia się właściwości / naturze stosunku prawnego lub zasadom współżycia społecznego) oraz dobrych obyczajów.

1.3.2.2 Liberalniejsze poglądy dotyczące rozszczępienia praw korporacyjnych

Najbardziej liberalnymi poglądami dotyczącymi rozszczępienia praw korporacyjnych są stanowiska zaprezentowane przez M. Michalskiego²⁵⁸, Ł. Gasińskiego²⁵⁹ oraz K. Wosiaka²⁶⁰. Przy czym M. Michalski wprost wskazuje, że można zakwestionować tezę o obowiązywaniu zakazu rozszczępienia uprawnień korporacyjnych z akcji czy o jego bezwzględnym zasięgu²⁶¹.

M. Michalski w swojej analizie problematyki rozszczępienia praw udziałowych w pierwszej kolejności podkreśla, że zasada lojalności akcjonariuszy w przypadku spółki akcyjnej nie ma swoich podstaw w regulacjach KSH²⁶². To twierdzenie zostało przytoczone przez wymienionego autora w kontekście charakteru specyficznej więzi interesów między spółką a wspólnikiem lub akcjonariuszem, która to zdaniem A. Herbeta łącznie z jej konsekwencją (tj. nakazem lojalności) stanowi podstawę obowiązywania zakazu rozszczępienia²⁶³. W związku z tym poglądem M. Michalski zwraca uwagę na konkluzję, że wspólne dążenie do zamierzonego celu, będące podstawą spółki kapitałowej, polega na obowiązku wniesienia wkładu na kapitał zakładowy. Natomiast dążenie do tego celu nie wymaga od akcjonariuszy konkretnych zachowań względem spółki. Autor w zakresie wymogu lojalności wskazuje na okoliczności, iż ustawodawca uwzględnił wprost obowiązywanie obowiązku lojalności wobec organów spółki akcyjnej, nie dokonał tego jednak wobec akcjonariuszy. Z powyższych powodów M. Michalski uznał, że wymieniona zasada nie znajduje zastosowania²⁶⁴ (w tym zakresie autor odwołuje się do poglądów prezentowanych

²⁵⁸ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczępienia...*, s. 35-42.

²⁵⁹ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, akapit 8-14.

²⁶⁰ K. Wosiak, *Legitymacja...*, Rozdział I Akcja – prawo podmiotowe, 1. Konstrukcja i treść prawa, 1.1. Ogólna charakterystyka akcji

²⁶¹ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczępienia...*, s. 42.

²⁶² M. Michalski, *Dopuszczalność...*, s. 38.

²⁶³ A. Herbet, *Obrót udziałami...*, s. 125.

²⁶⁴ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczępienia...*, s. 38.

przez A. Szumańskiego²⁶⁵) i dlatego nie może uzasadniać istnienia zakazu rozszczepiania.

Wymieniony autor na poparcie braku istnienia zakazu rozszczepiania powołuje historyczny argument dotyczący poglądów doktryny funkcjonującej w okresie międzywojennym²⁶⁶. Poglądy te dotyczyły konstrukcji przeniesienia legitymacji, rozumianej jako upoważnienie udzielane osobie trzeciej do wykonywania prawa głosu. W tym wypadku osoba trzecia wykonywała to prawo we własnym imieniu (a więc inaczej niż w przypadku udzielonego pełnomocnictwa)²⁶⁷. Taki argument podkreśla, że rozszczepienie praw było akceptowane historycznie. Niemniej w przypadku argumentacji opartej na historycznych poglądach, bardziej adekwatnym wydaje się odwołanie do poglądów funkcjonujących pod rządami kodeksu handlowego (po rok 1990), gdyż są w większym stopniu powiązane z obecnymi regulacjami. Z tego względu, taki argument nie wydaje się wystarczająco doniosły.

Wspomniany autor wskazuje, że w przypadku obecnie obowiązujących przepisów zastawnik oraz użytkownik akcji wykonują prawa głosu we własnym imieniu, co sanowi różnicę względem sytuacji istniejącej pod rządami kodeksu handlowego, gdzie mogli oni wykonywać prawa głosu wyłącznie na podstawie pełnomocnictwa (nie działali we własnym imieniu). Argumentem za tym, że ww. zastawnik i użytkownik wykonują prawa we własnym imieniu, zgodnie z przedstawionym przez M. Michalskiego poglądem, jest sformułowanie z art. 406 § 1 oraz § 2 KSH (na gruncie stanu prawnego z 2008 r.). Przepis ten w sferze legitymacji do udziału w walnym zgromadzeniu posługuje się stwierdzeniem "uprawnieni z akcji imiennych". Ma ono podkreślać okoliczność przyznania własnej legitymacji osobie trzeciej, natomiast nie opiera się o zdolność akcjonariusza do wykonywania legitymacji własnej²⁶⁸. W tym względzie, obok konkluzji wymienionego autora, należy wskazać, że w przypadku zastawników i użytkowników ustawodawca zdecydował się na doprecyzowanie „którym przysługuje prawo głosu”, zamiast stwierdzenia „którzy są uprawnieni do rozporządzania / dysponowania prawem głosu”, bądź „którzy są uprawnieni do posługiwania się / wykonywania prawa głosu”. Dlatego wydaje się uzasadnionym

²⁶⁵ A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, s. 266.

²⁶⁶ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 39.

²⁶⁷ Z. Fenichel [w:] T. Dziurzyński, Z. Fenichel, M. Honzatko, *Kodeks...*, s. 420.

²⁶⁸ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 39.

przyjęcie tezy, iż w przypadku zastawnika i użytkownika akcji może dojść do rozszczępienia praw udziałowych uznawanego na poziomie ustawowym.

M. Michalski, jako argument przeciwko zakazowi rozszczępienia, przytacza treść art. 591 pkt 2 KSH, w którym to nie ograniczono zakresu tytułów prawnych pozwalających na posługiwanie się dokumentem akcji i tym samym ustawodawca nie zróżnicował podstaw do wykonywania prawa głosu. Miało to stanowić pośrednią przesłankę uznaniem przez ustawodawcę dopuszczalności przeniesienia legitymacji do wykonywania prawa głosu²⁶⁹. Niemniej, przy takim rozumieniu wskazanego artykułu, uprawnienie do głosowania jest zakotwiczone w akcjach, będących własnością innych podmiotów. Oznacza to, że legitymacja nie jest oddzielona od akcji.

Wymieniony autor przytacza dodatkowo art. 910² § 1 KPC. Interpretacja tego przepisu przyjmowana przez część doktryny wskazuje, iż prawa organizacyjne nie przysługują wierzycielowi, który zajął akcje będące przedmiotem egzekucji. Ponieważ celem postępowania egzekucyjnego jest zaspokojenie roszczeń majątkowych, nie ma uzasadnienia dla powstania legitymacji wierzyciela do posługiwania się prawami organizacyjnymi. Zatem wierzyciel posiada prawo do dysponowania uprawnieniami majątkowymi, jednak bez możliwości wykonywania uprawnień korporacyjnych²⁷⁰. Niemniej w doktrynie są także prezentowane odmienne poglądy. Zgodnie z nimi fakt, że wierzyciel może podejmować wszelkie działania, które są niezbędne do zachowania zajętego prawa oznacza, że może one także wykonywać uprawnienia organizacyjne, pod wyżej określonym warunkiem²⁷¹. W takim wypadku wykonuje on prawa korporacyjne we własnym imieniu²⁷².

M. Michalski, na poparcie braku obowiązywania zakazu rozszczępienia, przytacza treść art. 4 § 1 pkt 1 lit. a KSH. Wymieniony artykuł zawiera zwrot „dysponowanie głosami”. Wspomniany autor wskazuje, że termin ten dotyczy nie tylko sytuacji, w którym uprawnienie do wykonywania prawa głosu jest związane z własnością akcji (bądź uprawnieniem zastawnika i użytkownika), ale także wszelkich przypadków posiadania statusu legitymacyjnego względem spółki, oraz przypadków, gdy wykonywanie prawa głosu nie jest powiązane z uzyskaniem autonomicznego

²⁶⁹ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczępienia...*, s. 39.

²⁷⁰ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczępienia...*, s. 40.

²⁷¹ A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Wytoczenie powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały wspólników przez wierzyciela*, „Monitor Prawniczy” 2012, nr 12, s. 694.

²⁷² T. Czech, *Obrona wierzyciela przed „rozwodnieniem” zajętych udziałów w spółce z o.o. Glosa do wyroku SN z 30.01.2009 r., II CSK 355/08*, „Glosa” 2010, nr 4, s. 18.

tytułu korporacyjnego lub innego rozpoznawalnego przez spółkę statusu legitymacyjnego (np. na mocy właściwych umów bądź porozumień, co do określenia sposobu realizacji prawa głosu)²⁷³. Autor wskazuje również na art. 3 ust. 1 pkt 37 lit. a UOR odwołujący się do „posiadania głosów” (analogiczny zwrot został również użyty w art. 4 pkt 14 lit. a UOP, zwrot ten jest także powszechny w przepisach podatkowych – np. art. 11a ust. 2 pkt 1 lit. b UOPDP). Może on odnosić się do porozumień nie przenoszących własności akcji, a jedynie transferujących możliwość wykonywania prawa głosu²⁷⁴ (lub związania akcjonariusza określonym sposobem wykonywania prawa głosu). Argument na bazie wyżej wymienionych przepisów może uzasadniać możliwość dokonywania rozszczepiania praw korporacyjnych *sensu largo*.

Pomimo przedstawionych powyżej argumentów przeciwko rozszczepianiu praw udziałowych, M. Michalski wskazuje, że tylko osoby legitymowane wobec spółki mogą brać udział w walnym zgromadzeniu, a co za tym idzie, również wykonywać prawo głosu. Są one określane na podstawie art. 412 § 1 w zw. z art. 406 § 1-3 KSH (tj. akcjonariusz lub jego pełnomocnik)²⁷⁵. To przesądza w zasadzie o braku możliwości rozszczepiania praw udziałowych *sensu stricte*. Niemniej, w tym względzie, według wspomnianego autora doniosłości nabiera możliwość posługiwania się pełnomocnictwem dla kwestii nabytej legitymacji *sensu largo* do wykonywania praw korporacyjnych względem spółki (tj. legitymacja dla podmiotu trzeciego uzyskana na bazie porozumień i umów zawartych z akcjonariuszem). Dlatego M. Michalski dopuszcza możliwość przenoszenia tej legitymacji *sensu largo* na podmioty inne niż akcjonariusz (ta legitymacja może być przedmiotem obrotu) – co stanowi natomiast rozszczepienie praw korporacyjnych (również *sensu largo*)²⁷⁶.

Mając na uwadze poglądy przedstawione przez M. Michalskiego, określanie tych poglądów jako mówiących o tzw. „mitycznym”²⁷⁷ zakazie rozszczepiania jest nie do końca prawdziwe – z uwagi na fakt, że M. Michalski zdaje się dopuszczać brak możliwości rozszczepiania praw udziałowych *sensu stricte*. Według tego autora niemożność rozszczepienia praw *sensu stricte* wynika z technicznego braku istnienia

²⁷³ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 40.

²⁷⁴ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 41.

²⁷⁵ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 41.

²⁷⁶ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 42.

²⁷⁷ Poglądy przytaczane przez M. Michalskiego, są przez K. Szczepańską określane jako „poglądy o mitycznym (nieistniejącym) zakazie rozszczepialności” - K. Szczepańska, *Zasada...*, Pogląd o mitycznym (nieistniejącym) zakazie rozszczepialności.

odpowiedniego tytułu prawnego do legitymacji wobec spółki. Niemniej prezentuje on liberalne stanowisko, zgodnie z którym możliwe jest rozszczepianie *sensu largo* tych praw (tj. tworzenie stanów faktycznych na podstawie odpowiednio rozłożonych węzłów obligacyjnych, podobnych do sytuacji rozszczepiania praw udziałowych).

Podobne stanowisko, jak przedstawione przez M. Michalskiego²⁷⁸, reprezentują również Ł. Gasiński²⁷⁹ oraz K. Wosiak²⁸⁰. Wskazani autorzy nie kwestionują jednak wprost istnienia zakazu rozszczepiania praw udziałowych.

Ł. Gasiński stoi na stanowisku, że wszystkie prawa inkorporowane w akcji mają charakter majątkowy, co osłabia pogląd o zakazie rozszczepiania uprawnień udziałowych z powodu, iż doktryna opiera jego istnienie o argumenty dotyczące odmiennej natury praw korporacyjnych i majątkowych²⁸¹. Dodatkowo autor ten wskazuje, że zarzut bazujący na art. 333 KSH, uwzględniony przez Sąd Najwyższy²⁸², nie zasługuje na akceptację, ponieważ przepis ten można rozumieć w ten sposób, że niepodzielność odnosi się do rozumienia akcji jako dokumentu²⁸³ (obecnie – zapisu elektronicznego).

Wspomniany autor jako pogląd osłabiający zakaz rozszczepiania przytacza wyjątki ustawowe (zastaw i użytkowanie), pożyczki papierów wartościowych lub zamianę papierów wartościowych (gdzie zdaniem tego autora możliwe jest ustalenie zasad wykonywania praw udziałowych), przewłaszczenia na zabezpieczenie akcji, czy rozejście się własności akcji i uprawnień korporacyjnych w przypadku tzw. dnia rejestracji. Ponadto Ł. Gasiński wskazuje, że właściwe przepisy wyznaczające sankcje karne nie tworzą zakazu dozwolonego posługiwania się akcją na walnym zgromadzeniu przez osobę trzecią (inną niż akcjonariusz)²⁸⁴. Co również warto zaznaczyć, Ł. Gasiński odwołuje się do uzasadnienia przepisu dopuszczającego różnorodne głosowanie z posiadanych akcji, który to motywowany jest m.in. tym, że podmiot wykonywujący prawo głosu może być zobowiązany wobec osoby trzeciej do

²⁷⁸ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 35-42.

²⁷⁹ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, akapit 8-14, 6. Podsumowanie.

²⁸⁰ K. Wosiak, *Legitymacja...*, Rozdział I Akcja – prawo podmiotowe, 1. Konstrukcja i treść prawa, 1.1. Ogólna charakterystyka akcji.

²⁸¹ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, 5. Zakaz rozszczepiania praw z akcji, nb. 5.

²⁸² Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312.

²⁸³ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, 5. Zakaz rozszczepiania praw z akcji, nb. 2.

²⁸⁴ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, 5. Zakaz rozszczepiania praw z akcji, nb. 4.

określonego sposobu głosowania (na podstawie umowy obligacyjnej)²⁸⁵. Może to stanowić argument dla możliwości rozszczepiania praw udziałowych *sensu largo*.

Autor ten stoi na stanowisku (uargumentowanym jak powyżej), że zakaz rozszczepiania praw ogranicza się tylko do rozumienia *sensu stricte*. Natomiast nic nie stoi na przeszkodzie tworzenie umów obligacyjnych wywierających podobny skutek do takiego rozszczepiania. Przy czym powinno to być każdorazowo analizowane – czy dana czynności ma na celu osiągnięcie skutku zakazanego przez prawo (np. art. 413 KSH) lub naruszenie dobrych obyczajów. Autor podkreśla, że nie można przyjąć stanowiska, zgodnie z którym wszelkie przypadki udzielenia nieodwołalnego pełnomocnictwa są zakazane²⁸⁶. Dodatkowo, Ł. Gasiński wskazuje, że każdorazowe rozszczepienie *sensu largo* powinno podlegać weryfikacji z perspektywy kryterium natury stosunku oraz pozostałych szczegółowych kryteriów formułowane w doktrynie²⁸⁷. Za A. Herbetem, autor ten odwołuje się do weryfikacji:

- istnienia treści stosunku podstawowego, który ma zapobiec faktycznej ciągłości rozszczepienia (prawo wypowiedzenia, czy też zawarcie go na czas określony);
- określoności uprawnień wykonywanych przez uprawnionego;
- zachowania charakterystycznego układu interesów, w tym także w zakresie odpowiedzialności i lojalności (np. uzyskanie pozycji zbliżonej gospodarczo do pozycji wspólnika);
- zachowania wymogów formalnych przewidzianych dla zbycia udziałów²⁸⁸.

K. Wosiak natomiast podkreśla zasadność funkcjonowania zakazu rozszczepiania (jednak w wąskim rozumieniu), niemniej wskazuje, że nie ma podstaw prawnych do tworzenia stanów faktycznych zbliżonych do takiego rozszczepiania (np. poprzez udzielenie nieodwołalnego pełnomocnictwa)²⁸⁹.

²⁸⁵ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, 5. Zakaz rozszczepiania praw z akcji, nb. 4.

²⁸⁶ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, 5. Zakaz rozszczepiania praw z akcji, nb. 6.

²⁸⁷ Ł. Gasiński, *Dopuszczalność...*, s. 60.

²⁸⁸ A. Herbet, *Obrót udziałami...*, s. 127-129.

²⁸⁹ K. Wosiak, *Legitymacja...*, Rozdział I Akcja – prawo podmiotowe, 1.1. Ogólna charakterystyka akcji, nb. 7-8.

1.3.3 Podsumowanie – wskazanie optymalnego zakresu granic rozszczepiania praw akcyjnych

W literaturze prawniczej temat rozszczepiania praw udziałowych nie jest jednolicie postrzegany. Większa część przedstawicieli doktryny uznaje tezę o istnieniu zasady lub zakazu rozszczepiania (zarówno *sensu stricte* jak i *sensu largo*)²⁹⁰. Niemniej, pojawiają się również głosy przeciwne²⁹¹, które krytykują takie podejście do analizowanej kwestii. W ramach tych poglądów, co prawda akceptuje się generalny brak możliwości formalnego rozejścia się praw udziałowych (tj. rozszczepianie *sensu stricte*). Niemniej poglądy te wykazują liberalniejsze podejście do tematu rozszczepiania praw *sensu largo*. Z uwagi na powyższej przedstawione argumenty oraz polemikę z tezami stawianymi przez innych autorów należy dojść do wniosku, że akceptacja możliwości rozszczepiania praw *sensu largo* wydaje się zasadnym podejściem w tej materii.

W zakresie rozszczepiania *sensu stricte*, należy uznać, że techniczno-prawne warunki funkcjonowania spółki akcyjnej mogą nie przewidywać możliwości rozejścia się formalnego przysługiwania praw korporacyjnych i majątkowych (tj. nie może wystąpić sytuacja, w której te prawa przysługują dwóm odrębnym podmiotom) w innych przypadkach niż wprost wskazanych w odpowiednich ustawach. Jednak podkreślenia wymaga fakt, że sam zakaz rozszczepiania lub zasada nierozszczepiania nie wynika wprost z przepisów KSH przytaczanych przez doktrynę na poparcie zakazu rozszczepiania (co jest również potwierdzone przez zwolenników zasady nierozszczepiania²⁹²). Wskazywane regulacje KSH mogą jedynie w ograniczonym zakresie sugerować brak możliwości rozejścia się praw udziałowych.

Powyższe spostrzeżenia należy dodatkowo rozszerzyć o analizę art. 412 § 1 KSH. W pewnym stopniu może on wskazywać, że w przypadku spółek akcyjnych uprawnionymi do udziału w walnym zgromadzeniu oraz do wykonywania prawa głosu są akcjonariusz lub jego pełnomocnik (również w przypadku spółki publicznej zgodnie z art. 406¹ § 1 KSH legitymowany do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu jest

²⁹⁰ Przykładowo takie stanowisko jest prezentowane w: W. Popiołek, *Akcja...*, s. 144; S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 23; A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A ...*, art. 340, nb. 3; A. Szumański [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych...*, s. 221.

²⁹¹ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 40.; Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, 5. Zakaz rozszczepiania praw z akcji, nb. 6; K. Wosiak, *Legitymacja...*, Rozdział I Akcja – prawo podmiotowe, 1.1. Ogólna charakterystyka akcji, nb. 7-8.

²⁹² J. Kuropatwiński, *Zbycie...*, s. 46.

akcjonariusz). Wykładnia opierająca się tylko na literalnym brzmieniu przepisów prowadzi do nieprawidłowych wniosków. Interpretując ten przepis w drodze wykładni funkcjonalnej należy dojść do wniosku, że wymieniony katalog (tj. akcjonariusz lub jego pełnomocnik) jest jedynie przykładowy, gdyż nie obejmuje swoim zakresem zastawnika i użytkownika. Ponadto warto wskazać, że katalog osób uprawnionych z tego przepisu pomija np. wierzyciela, który zajął akcje będącej przedmiotem egzekucji. Należy zaznaczyć, że kwestia posługiwania się prawami korporacyjnymi przez wierzyciela jest sporna (co zostanie przeanalizowane w dalszej części dysertacji). Co więcej przepis dotyczący spółki publicznej pomija nawet pełnomocnika. Inni autorzy (np. A. Kidyba²⁹³ oraz M. Michalski²⁹⁴) dostrzegają ten problem wskazując, że aktualnie normie z art. 406³ § 1 KSH poddani są nie tylko akcjonariusze, ale także inne podmioty uprawnione do udziału w walnym zgromadzeniu spółki²⁹⁵. Z tego względu przytoczone artykuły również nie mogą stanowić podstawy obowiązywania zakazu rozszczepiania.

W innych regulacjach KSH w stosunku do realizacji np. praw majątkowych ustawodawca posługuje się terminem „akcjonariusz”, definiując podmioty uprawnione do tych praw. Taki zabieg należy traktować jako przykład lub element techniczno-prawny funkcjonowania spółki akcyjnej. W tym zakresie potwierdzeniem może być treść art. 347 § 1 KSH który wskazuje, że akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym, który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom. Niemniej w tym zakresie legitymowani mogą być również uprawnieni ze świadectw użytkowych²⁹⁶, podmioty, które nabyły skonkretyzowane prawo do dywidendy (jako że prawo do dywidendy może być przedmiotem samodzielnego rozporządzenia w oderwaniu od akcji²⁹⁷), funkcjonariusze spółki²⁹⁸, zastawnik oraz użytkownik²⁹⁹.

²⁹³ A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 406(1), nb. 3.

²⁹⁴ M. Michalski [w:] J. Frąckowiak, A. Kidyba, K. Kopaczyńska-Pieczniak, M. Michalski, A.J. Witosz, *Kodeks spółek handlowych, t. III, Komentarz do art. 301–490*, Warszawa 2020, s. 585.

²⁹⁵ A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 406(1), nb. 3.

²⁹⁶ T. Sójka, *Charakter prawny świadectw użytkowych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 10, s. 33 i n.

²⁹⁷ J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, *Kodeks...*, komentarz do art. 347, nb. 7.

²⁹⁸ W. Popiołek [w:] J. A. Strzępka, *Kodeks...*, s. 1294.

²⁹⁹ R. Makowski, *Zastaw finansowy na akcjach*, Warszawa 2020, 3.5. Tryb postępowania w przypadku akcji zdematerializowanych, akapit 2.

W zakresie przytaczanych w doktrynie podstaw instytucjonalnych zakazu rozszczepiania powoływana jest kwestia natury spółki³⁰⁰. W związku z tym należy podkreślić wskazany już wcześniej argument. W przypadku, gdy przez naturę spółki rozumie się typową / modelową spółkę, wynikającą z założeń ustawodawcy ujętych w przepisach prawnych³⁰¹, to błędne jest wnioskowanie, że zakaz rozszczepiania, nie ujęty wprost w KSH, może być uzasadniony naturą spółki.

W zakresie legitymacji do występowania w stosunku istniejącym na linii spółka – akcjonariusz, należy podkreślić, że taką legitymacją może posługiwać się np. zastawnik lub użytkownik. Dlatego zasadna jest możliwość korzystania z legitymacji przysługującej akcjonariuszowi przez podmiot trzeci (np. na podstawie pełnomocnictwa).

Kolejną przesłanką instytucjonalną jest fakt, że prawa udziałowe wynikają z akcji³⁰², są w niej w swoisty sposób zakotwiczone, co stanowi raczej cechę techniczno-prawną. Niemniej takie zakotwiczenie praw udziałowych w akcjach nie jest zaburzone, gdy z tych praw korzysta podmiot trzeci na mocy porozumień z akcjonariuszem lub inny podmiot, który jest uprawniony z akcji ze względu na dany stan faktyczny – np. zastawnik lub użytkownik. Mimo powyższego należy wskazać, że takie zakotwiczenie praw udziałowych w akcjach nie jest absolutne, ponieważ przykładowo prawo do dywidendy może być przedmiotem obrotu.

Trzecim argumentem przytaczanym na poparcie istnienia zakazu rozszczepiania jest fakt, że uprawnienia udziałowe są postrzegane jako prawa podmiotowe. Niemniej w tym zakresie, jak już wyżej wskazano, część doktryny dopuszcza możliwość zbywania częściowych uprawnień – przez co ten argument nie może być przesądzający.

Biorąc powyższe argumenty pod uwagę, wydaje się niezasadne, aby na ich podstawie dochodzić do konkluzji na temat istnienia zakazu rozszczepiania lub zasady nierozszczepiania. Takie postrzeganie zagadnienia rozejścia się praw majątkowych i korporacyjnych prowadziłoby bowiem do wniosku, że wszelkie przewidziane przez system prawny możliwości rozszczepiania praw należy traktować jak wyjątki i z tego względu wyjątki te podlegałyby ścisłej interpretacji. Natomiast dla tak daleko idącego

³⁰⁰ K. Szczepańska, *Zasada...*, Rozdział IV, par. 3.

³⁰¹ Ł. Gasiński, *Dopuszczalność wyłączenia...*, s. 8.

³⁰² K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Ustanie członkostwa...*, s. 155

podejścia nie ma wystarczających argumentów na tle regulacji KSH oraz podstaw instytucjonalnych. Wynika to przede wszystkim z faktu, że w przypadku argumentów opartych o stosunek członkostwa w spółce oraz zakotwiczenia uprawnień udziałowych w akcji, kwestie te nie stoją na przeszkodzie do zawierania umów obligacyjnych lub tworzenia stanów faktycznych w których dochodzi do powstania sytuacji podobnych do rozszczepiania tych praw, gdyż nie wypacza to ich istoty. W tych przypadkach, podmiot wykonywujący prawa korporacyjne może korzystać z legitymacji akcjonariusza – co prowadzi do przeniesienia legitymacji *sensu largo*³⁰³. W takim wypadku, legitymacja dalej wynika z akcji oraz występowanie w stosunku członkowskim w spółce ciągle bazuje na legitymacji akcjonariusza. Ponadto, w zakresie postrzegania praw udziałowych jako praw podmiotowych, wskazuje się, że struktura prawa podmiotowego nie wyklucza możliwości przeprowadzania czynności prawnych, których efekty gospodarcze mogą być podobne do przeniesienia poszczególnych uprawnień³⁰⁴. Dodatkowo, jak wyżej wspomniano, kwestia zbywalności częściowych uprawnień wynikających z praw podmiotowych też nie jest jednolicie traktowana w doktrynie.

Ponadto należy wskazać na art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. c UOP, który dotyczy obowiązków notyfikacyjnych związanych z przypadkami osiągnięcia lub przekroczenia określonego procentowego progu ogólnej liczny głosów na walnym zgromadzeniu spółki publicznej. Przepis ten odwołuje się do materializacji tych obowiązków w przypadku, gdy dany podmiot zawarł umowę, której przedmiotem jest przekazanie uprawnienia do wykonywania prawa głosu. Co istotne, regulacja ta bezpośrednio odnosi się do transferu praw organizacyjnych, bez wskazywania, że dotyczy to sytuacji, w której występuje jednoczesne przeniesienie własności akcji. Literalne brzmienie tego przepisu wprost dopuszcza fakt istnienia możliwości rozszczepienie praw udziałowych. Niemniej w literaturze prawniczej dotyczącej omawianego artykułu wskazuje się, że przepis ten raczej dotyczy rozszczepiania *sensu largo* (np. pełnomocnictw, w tym nieodwołalnych)³⁰⁵. Treść tego artykułu stanowi przejaw

³⁰³ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 42.

³⁰⁴ P. Zdanikowski, *Prawo udziałowe...*, s. 59.

³⁰⁵ A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, art. 87, pkt 6.

akceptacji możliwości rozejścia się uprawnień majątkowych i korporacyjnych w spółce publicznej na poziomie ustawowym.

Poza powyższymi rozważaniami podkreślenia wymaga okoliczność, że dopuszczalność rozszczępienie praw (*sensu largo*) powinna być każdorazowo analizowana w oparciu o ogólne klauzule generalne lub dyrektywy właściwe w zasadzie dla każdej czynności prawnej:

- dyrektywa wynikająca z art. 343 KC, czyli cel rozszczępienia nie sprzeciwia się właściwości stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego;
- dyrektywa wynikająca z art. 5 KC – rozszczępienia nie powinno być sprzeczne ze społeczno-gospodarczym przeznaczeniem praw udziałowych lub z zasadami współżycia społecznego;
- dyrektywy wynikającej z art. 58 § 1 KC – rozszczępienie nie może być sprzeczne z ustawą albo mieć na celu obejścia ustawy (§ 2 tego przepisu dotyczy sprzeczności z zasadami współżycia społecznego).
- dyrektywy wynikającej z art. 422 § 1 KSH – rozszczępienie nie może być sprzeczne ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godzić w interes spółki lub mieć na celu pokrzywdzenie akcjonariusza (jednak sankcja za naruszenie tej dyrektywy to uchylalność uchwały walnego zgromadzenia).

Natomiast w tym zakresie należy odrzucić kryteria przytaczane przez A. Herbeta³⁰⁶ oraz Ł. Gasińskiego³⁰⁷ (wymienione w poprzedniej części dysertacji), gdyż nie wynikają one wprost z wyżej przytoczonych klauzul generalnych.

³⁰⁶ A. Herbet, *Obrót udziałami...*, s. 127-129.

³⁰⁷ Ł. Gasiński, *Dopuszczalność...*, s. 60, 55-61.

Rozdział 2. Przykłady rozszczepiania praw akcyjnych i ich znaczenie

2.1 Podstawowe sposoby rozszczepienia praw korporacyjnych i majątkowych w spółkach publicznych

Jak już wspomniano w ramach regulacji KSH istnieją przepisy dopuszczające możliwość rozszczepiania praw majątkowych *sensu stricte* oraz *sensu largo*. Poniżej zostaną omówione podstawowe konstrukcje prawne dotyczące komentowanej problematyki.

2.1.1 Dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu

Osoby legitymowane do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (a co za tym idzie również do wykonywania prawa głosu) są ustalane w oparciu o wyznaczony dzień rejestracji (*record date*). Dzień ten przypada w konkretnym terminie, przed datą wspomnianego zgromadzenia.

2.1.1.1 Dyrektywa 2007/36/WE

Na poziomie ogólnoeuropejskim mechanizmy dotyczące określania uprawnień do udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy są ujęte w Dyrektywie 2007/36/WE (będącą również podstawą przepisów krajowych). Zadaniem tej dyrektywy było przede wszystkim wzmocnienie standardów ładu korporacyjnego³⁰⁸.

Zgodnie ze wspomnianą dyrektywą, międzynarodowym standardem jest brak "zmrażania" akcji na okres przypadający pomiędzy dniem rejestracji uczestnictwa oraz dniem zakończenia danego walnego zgromadzenia. Odnosi się to do możliwości rozporządzaniem akcjami po dokonaniu rejestracji na walne zgromadzenie spółki publicznej. W przypadku takiego rozporządzenia „zamrożeniu” podlegają prawa głosu, ponieważ po dokonanej rejestracji i transferze akcji na inny podmiot, legitymowanym do udziału w walnym zgromadzeniu i wykonywania na nim praw korporacyjnych będzie ich poprzedni właściciel.

W Dyrektywie 2007/36/WE *record date* zostało wprowadzone w jej art. 7. ust. 2, który stanowi, że prawo akcjonariusza do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oraz do głosowania w związku z posiadanymi akcjami jest określone w odniesieniu do akcji posiadanych przez tego akcjonariusza w dniu rejestracji. Przepis ten pozostawia luz decyzyjny dla państw członkowskich w zakresie wyznaczenia terminu, w jakim taki

³⁰⁸ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 13.

dzień powinien przypadać (tj. określania długości okresu pomiędzy dniem rejestracji a dniem walnego zgromadzenia). Jest on jednak ograniczony przez ust. 3 wspomnianego artykułu, który wyznacza maksymalny termin na trzydzieści dni, a minimalny na osiem dni. W okolicznościach dotyczących zwoływania kolejnych zgromadzeń minimalny termin został skrócony do sześciu dni.

Przepisy art. 7 ust. 1 lit. a i b Dyrektywy 2007/36/WE ustanawiają zakaz wprowadzania ograniczeń dotyczących rozporządzania akcjami w okresie pomiędzy dniem rejestracji, a datą zakończenia walnego zgromadzenia akcjonariuszy. W tym czasie posiadacz akcji może nimi dowolnie obracać. Niemniej zbycie akcji po dniu rejestracji nie pozbawia uprawnionych osób (uprawnionych w tymże dniu) prawa do udziału w walnym zgromadzeniu oraz wykonywania prawa głosu. Taka konstrukcja stanowi istotę systemu legitymacyjnego opartego na dniu rejestracji uczestnictwa³⁰⁹. Odmienne podejście polegające na "zamrażaniu" akcji na okres od dnia rejestracji uczestnictwa do końca obrad walnego zgromadzenia, wyłączałoby możliwość reagowania na zmienność kursu akcji i zwiększałoby ekspozycję na ryzyko dla akcjonariuszy.

2.1.1.2 Regulacje krajowe

Artykuł 7 Dyrektywy 2007/36/WE został implementowany do polskiego porządku prawnego ustawą z dnia 5 grudnia 2008 roku (która weszła w życie dnia 3 sierpnia 2009 r.) o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³¹⁰ we wprowadzonych przepisach art. 406¹-406⁴ KSH. Pierwszy z tych przepisów (art. 406¹ KSH) ustanawia generalne reguły uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. W jego treści ustanowiono dzień rejestracji uczestnictwa, przypadający na szesnaście dni przed terminem walnego zgromadzenia. Aby skorzystać z uprawnień korporacyjnych na walnym zgromadzeniu spółki publicznej należy w tym dniu mieć status akcjonariusza spółki lub dysponować innym tytułem legitymacyjnym³¹¹. Termin szesnastodniowy został wprowadzony celem

³⁰⁹ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 13.

³¹⁰ Dz. U. z 2009 r., poz. 1369.

³¹¹ A. Kidyba [w:] *Komentarz aktualizowany...*, art. 406(1), pkt 2.

zabezpieczenia prawidłowego toku postępowania przy sporządzaniu listy uprawnionych akcjonariuszy przez KDPW i firmy inwestycyjne³¹².

Artykuł 406¹ KSH jest niedoskonałą implementacją art. 7 Dyrektywy 2007/36/WE, ponieważ odnosi się wyłącznie do prawa uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki publicznej. Natomiast przepisy wspomnianej dyrektywy wprost wskazują, że dzień rejestracji uczestnictwa winien także dotyczyć kwestii ustalania kręgu osób uprawnionych do wykonywania prawa głosu³¹³. Jednak interpretując ten przepis z uwzględnieniem celu Dyrektywy 2007/36/WE należy stwierdzić, że dzień rejestracji odnosi do wykonywania wszystkich praw korporacyjnych³¹⁴ takich jak m.in. wymienione prawo do głosowania, prawo do zgłaszania projektów uchwał, prawo do zadawania pytań członkom zarządu, prawo do zgłoszenia sprzeciwu wobec podjętych uchwał. Interpretacja prowadząca do wniosków, że art. 406¹ KSH odnosi się tylko do wprost wymienionego w nim uprawnienia, a nie do pozostałych praw korporacyjnych, powodowałaby problemy proceduralne w zakresie identyfikacji podmiotów mogących wykonywać te pozostałe prawa podczas walnego zgromadzenia i nie dawałoby podstaw dla ogólnoeuropejskich harmonizacji³¹⁵.

Jak już wspomniano w dysertacji, implementacja Dyrektywy 2007/36/WE nie jest precyzyjna w zakresie określania kręgu osób uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu (i wykonywania na nim praw korporacyjnych), ponieważ dotyczy wyłącznie akcjonariuszy, podczas gdy legitymowanymi mogą być np. użytkownicy i zastawnicy³¹⁶.

Zgodnie z art. 406⁴ KSH akcjonariusz spółki publicznej może przenosić akcje na inny podmiot w okresie przypadającym pomiędzy dniem rejestracji a dniem zakończenia walnego zgromadzenia. Ustawodawca w tym zakresie wyraźnie nie sprecyzował, czy rozporządzanie akcjami po dniu rejestracji wywiera jakikolwiek wpływ na prawa przysługujące poprzedniemu właścicielowi. W szczególności odnosi się to do prawa do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Ponadto wymieniony przepis nie

³¹² B. Sarzalski [w:] B. Sarzalski, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do zmian wprowadzonych ustawą z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, 2009, art. 406¹, akapit 1-2.

³¹³ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14.

³¹⁴ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14; O. Horwath [w:] O. Horwath, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do zmian wprowadzonych ustawą z dnia 15 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, 2010, art. 406¹, akapit 1-4.

³¹⁵ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14.

³¹⁶ B. Sarzalski, *Kodeks...*, art. 406¹, akapit 1-2.

wskazuje zakresu praw korporacyjnych, które mogą być przez niego wykonywane³¹⁷. Natomiast biorąc pod uwagę kształt pozostałych przepisów dotyczących *record date* oraz założenia towarzyszące wprowadzeniu tych regulacji, można stwierdzić, że transfer akcji na inny podmiot po dacie dnia rejestracji nie ma wpływu na prawo do wykonywania uprawnień korporacyjnych (uprawnienia te ciągle wykonuje zbywca papierów wartościowych)³¹⁸. Jednak należy zwrócić uwagę na odrębny pogląd wyrażony przez A. Chłopeckiego (przytoczony już w toku dysertacji. Pogląd ten wskazuje, że zbywca akcji nie posiada prawa do udział w walnym zgromadzeniu i prawa głosu. Zdaniem tego autora dzień rejestracji jest wyłącznie mechanizmem identyfikacji akcjonariuszy i decyduje o legitymacji formalnoprawnej. Natomiast zbywca, jako że nie posiada statusu akcjonariusza, nie cechuje się legitymacją materialnoprawną³¹⁹. Podobny pogląd został wyrażony przez A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel. Podkreślają oni, że zbywca może uczestniczyć w walnym zgromadzeniu, jednak nie może wykonywać prawa głosu³²⁰.

2.1.1.3 Rozejście się legitymacji formalnej oraz statusu akcjonariusza

Rozporządzenie akcjami po dniu rejestracji nie pozbawia zbywcy praw korporacyjnych na najbliższym walnym zgromadzeniu. Dlatego podmioty uprawnione nie muszą posiadać statusu akcjonariusza w dniu walnego zgromadzenia. Osoba, która nabyła akcje (przed dniem walnego zgromadzenia, a po dniu rejestracji), choć uzyskała status akcjonariusza oraz tym samym legitymację materialną, nie posiada legitymacji formalnej do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu³²¹. Mechanizmy dotyczące *record date*, w powyższym zakresie, są ujednocnione na szczeblu ogólnoeuropejskim. Przewidują one możliwość rozejścia się wspomnianej legitymacji formalnej i materialnego. Zatem można stwierdzić, że takie rozejście się jest bezspornie dopuszczalne. Niemniej może ono prowadzić do negatywnych efektów, ponieważ podmiot, który zbył akcje po dniu rejestracji uczestnictwa, nie ma już interesu ekonomicznego związanego ze spółką publiczną. Natomiast nabywca ma wymieniony interes, jednak jako podmiot nie posiadający legitymacji formalnej nie może wpływać

³¹⁷ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14.

³¹⁸ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14; K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14 i n.; A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 406⁴, akapit 2; M. Dumkiewicz [w:] M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, art. 406⁴, akapit 1; A. Krysik [w:] Z. Jara, *Kodeks...*, art. 406⁴, nb. 9.

³¹⁹ A. Chłopecki, *Materialnoprawne...*, s. 23-24.

³²⁰ A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wykonywanie...*, s. 13.

³²¹ O. Horwath [w:] O. Horwath, *Kodeks...*, art. 406¹, akapit 1-4.

na decyzje podejmowane w spółce³²². Prowadzi to do oddzielenia nie tylko praw majątkowych od praw korporacyjnych, ale również do rozszczepienia ryzyka ekonomicznego związanego z własnością akcji i wykonywania prawa głosu, tj. jeden podmiot posiada prawo głosu na walnym zgromadzeniu, natomiast inny podmiot ponosi ryzyka ekonomiczne związane z wykonaniem tego prawa. Odpowiada to instytucji *empty voter* i *hidden owner*, które będą omówione w dalszej części dysertacji.

Dodatkowo można zaznaczyć, że sytuacja opisana powyżej może być korygowana poprzez przekazanie „blankietowego” pełnomocnictwa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza, który zbył akcje, dla podmiotu będącego ich nabywcą³²³. W tym kontekście należy wyjaśnić, iż „pełnomocnictwo blankietowe” pozostawia umocowanemu pełną swobodę decyzji co do sposobu głosowania³²⁴.

2.1.1.4 *Record date capture*

Ze względu na kształt mechanizmów ustalania legitymacji uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu możliwe są sytuacje, w których inwestorzy będą nabywać akcje tuż przed dniem rejestracji i sprzedawać je niezwłocznie po tym dniu. Celem takiego zachowania może być wzmocnienie lub uzyskanie siły głosu na wlnym zgromadzeniu, aby przeforsować korzystne dla siebie decyzje biznesowe (*record date capture*)³²⁵. Przykładem wykorzystania instytucji *record date capture* jest kazus Henderson Land przytaczany w sekcji 2.2.5.1.1.

Record date capture może być przeprowadzone przykładowo przy wykorzystaniu instrumentów SBB (*Sell-Buy-Back*). Schemat działania z ich wykorzystaniem polega na zawarciu umowy zbycia papierów wartościowych, zawierającej postanowienia nakładające na nabywcę obowiązek ponownego odsprzedania akcji na rzecz pierwotnego sprzedawcy po z góry ustalonej cenie (syntetyczne depozyty lub syntetyczne pożyczki)³²⁶. Wymienione kontrakty umożliwiają wejście w posiadania akcji na krótki czas oraz zapewniają możliwość ich transferu zwrotnego po dniu rejestracji.

³²² O. Horwath [w:] O. Horwath, *Kodeks...*, art. 406¹, akapit 1-4.

³²³ K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 14.

³²⁴ K. Oplustil, *Pełnomocnictwo do występowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych ustawą z 5.12.2008 r.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 11, s. 5.

³²⁵ W-G. Ringe, *Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union*, „Oxford Legal Studies Research Paper” 2012 nr 52, s. 1050-1055.

³²⁶ L. Lipiec, *Finanse publiczne. Komentarz*, 2008, art. 72, akapit 10.

2.1.2 Użytkownie i zastaw na akcjach

W przypadku użytkowania i zastawu na akcjach, pomimo że przepisy kodeksu spółek handlowych nie regulują zasad dokonywania tych czynności prawnych, art. 340 KSH nie pozostawia wątpliwości, że są one dopuszczalne. Zastosowanie znajdują do nich więc przepisy kodeksu cywilnego o zastawie i użytkowaniu, jak również przepisy ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów³²⁷. Bazując na treści art. 329 § 1 oraz art. 245 § 1 w zw. z art. 265 § 3 KC do ustanawiania użytkowania i zastawu na akcjach odpowiednio stosuje się przepisy o przeniesieniu praw z akcji (w przypadku zastawu dodatkowo obligatoryjne jest zachowanie formy pisemnej z datą pewną)³²⁸.

Zgodnie z art. 340 KSH zastawnik i użytkownik mogą wykonywać prawo głosu z akcji. Niemniej jest to obarczone pewnymi warunkami:

1. przewiduje to czynność prawna ustanawiająca ograniczone prawo rzeczowe³²⁹;
2. w rejestrze akcjonariuszy lub na rachunku papierów wartościowych, dokonano wzmianki o jego ustanowieniu i upoważnieniu do wykonywania prawa głosu;
3. statut nie przewiduje zakazu przyznania prawa głosu zastawnikowi lub użytkownikowi akcji³³⁰.

Dodatkowo warto zaznaczyć, że historycznie zastawnik lub użytkownik nie mogli wykonywać prawa głosu w przypadku określonym w uchylonym przepisie art. 340 § 3 KSH. Jeżeli na akcjach spółki publicznej ustanowiono zastaw lub użytkowanie, prawo głosu z tych akcji przysługiwało zawsze akcjonariuszowi.

W doktrynie kwestią sporną jest, czy wykonywaniem prawa głosu przez użytkownika i zastawnika stanowi odstępianie od zasady nierozszczepiania praw udziałowych. Dla przykładu A. Opalski wskazuje, że wskutek takiej czynności prawnej prawo głosu nie ulega przeniesieniu na zastawnika lub użytkownika, który jedynie

³²⁷ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, s. 820.

³²⁸ A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 340, 3. Generalna zasada nierozszczepialności praw z akcji.

³²⁹ M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 792.

³³⁰ M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 792.

dzieli je z akcjonariuszem. Natomiast A. Kidyba wskazuje, że użytkowanie i zastaw mogą stanowić wyjątek od tej zasady³³¹.

W kontekście prawa głosu należy zwrócić uwagę na fakt, że legitymacja zastawnika i użytkownika wynika z KSH, natomiast możliwość jego wykonywania jest aktywowana, jeżeli m.in. przewiduje to czynność prawna ustanawiająca ograniczone prawo rzeczowe. Źródłem tego prawa nie jest ta czynność, a treść ustawy. Odmienne zdanie w tej materii wyraził A. Opalski prezentujący stanowisko, zgodnie z którym czynność rozporządzająca jest źródłem prawa głosu zastawnika i użytkownika³³². Należy zwrócić uwagę, że przepis art. 340 § 1 KSH posługuje się sformułowaniem „zastawnik i użytkownik mogą wykonywać prawo głosu z akcji”. Zwrot ten wskazuje, że legitymacja co do wykonywania prawa głosu ma zakotwiczenie w akcji, nad którą użytkownik bądź zastawnik mają władztwo. Natomiast nie można stąd wywieść, że zastawnik i użytkownik korzystają z prawa głosu przysługującego akcjonariuszowi. Poparciem tej tezy jest również treść przepisu art. 407 § 3 KSH, zgodnie z którym, jeżeli prawo głosu z akcji przysługuje zastawnikowi lub użytkownikowi, okoliczność tę zaznacza się na liście akcjonariuszy. Wskazany przepis posługuje się zwrotem „przysługuje” (a nie „wykonuje” lub „dysponuje”) co zgodnie z powszechnym rozumieniem tego słowa, oznacza, że coś należy się komuś z tytułu np. ustawy lub mocy prawa³³³. Można to świadczyć o tym, że źródłem legitymacja jest ustawa.

W literaturze prawniczej spornym jest, jaki zakres praw organizacyjnych przysługuje zastawnikowi i użytkownikowi. Część doktryny stoi na stanowisku, zgodnie z którym na podstawie literalnego brzmienia przepisu zastawnikowi i użytkownikowi przysługuje wyłącznie prawo głosu, natomiast wykonywanie innych praw korporacyjnych jest bezpodstawne³³⁴. Niektórzy autorzy dopuszczają, iż podmioty te posiadają również uprawnienie do zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia, ponieważ jest to pochodną prawa głosu³³⁵ (choć znane też są głosy odmienne³³⁶). Ponadto wskazuje się, że zastawnik i użytkownik mogą mieć prawo żądania zwołania zgromadzenia (oraz umieszczenia określonych spraw w porządku obrad

³³¹ A. Kidyba [w:] A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, art. 337.

³³² A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, art. 340, nb. 3.

³³³ Słownik PWN, definicja słowa „przysługiwać”. Dostęp online (15.02.2023):

<https://sjp.pwn.pl/slowniki/przys%C5%82ugiwa%C4%87.html>

³³⁴ M. Bieniak, M. Wawer [w:] J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, *Kodeks...*, art. 340, nb. 6.

³³⁵ R. Pabis [w:] Z. Jara, *Kodeks...*, art. 340, nb. 6; M. Rodzynekiewicz [w:] M. Rodzynekiewicz, *Kodeks...*, s. 657.

³³⁶ J. Frąckowiak [w:] W. Pyziół, *Komentarz...*, s. 682.

zgromadzenia) – co można rozpatrywać jako uprawnienie akcesoryjne wobec prawa głosu³³⁷. Dodatkowo część przedstawicieli doktryny przyznaje zastawnikowi i użytkownikowi prawo do zadawania pytań, ze względu na fakt, że wykładnia funkcjonalna przemawia za uznaniem możliwości wykonywania przez nich wszystkich uprawnień związanych z uczestnictwem w walnym zgromadzeniu³³⁸ (jednak niektórzy autorzy sprzeciwiają się przyznaniu tych praw³³⁹).

2.1.3 Pełnomocnictwo

Zgodnie z art. 412 KSH akcjonariusz może uczestniczyć w walnym zgromadzeniu (oraz wykonywać prawo głosu) osobiście, a także przez pełnomocnika. Pełnomocnik wykonuje wszystkie uprawnienia akcjonariusza na walnym zgromadzeniu, chyba że treść pełnomocnictwa to ogranicza (art. 412 § 3 KSH). Zakres praw, które może wykonywać podmiot umocowany, nie może być ograniczony na mocy postanowień statutu (art. 412 § 2 KSH)³⁴⁰ lub innego aktu korporacyjnego. Restrykcje w tym względzie może ustanawiać wyłącznie treść pełnomocnictwa. Zapisy statutu (lub innych aktów korporacyjnych) ustanawiające jakiegokolwiek obostrzenia należy uznać za sprzeczne z ustawą i bezwzględnie nieważne³⁴¹.

Zgodzić się należy z poglądem mówiącym, że omawiane pełnomocnictwo nie stanowi pełnomocnictwa w rozumieniu art. 98 i n. KC. Wynika to z faktu, że akt głosowania nie jest czynnością prawną, lecz oświadczeniem woli. Dlatego przepisy KC w przypadku pełnomocnictwa określonego w art. 412 KSH należy stosować wyłącznie odpowiednio, z uwzględnieniem specyfiki i natury tej instytucji prawnej³⁴². Taki pogląd

³³⁷ S. Sołtysiński, M. Mataczyński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, art. 340, nb. 7.

³³⁸ M. Mataczyński, S. Sołtysiński [w:] S. Sołtysiński, *Kodeks...*, s. 326.

³³⁹ M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 662; R. Czerniawski [w:] R. Czerniawski, *Kodeks...*, s. 173.

³⁴⁰ M. Bieniak [w:] J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, *Kodeks...*, art. 412, nb. 1, 3.

³⁴¹ A. Krysiak [w:] Z. Jara, *Kodeks...*, art. 412, nb. 9.

³⁴² K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 663-664; M. Dumkiewicz [w:] M. Dumkiewicz, *Kodeks...*, art. 412, nb. 3; A. W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach...*, s. 216 (autor wyraził podobny pogląd, jednak nie przytoczył analogicznej argumentacji); K. Bandarzewski, *Prawa...*, s. 15; M. Bieniak [w:] J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks...*, art. 412, nb. 1 (autor nie wskazuje szczegółowego uzasadnienia problemu, jednak wskazuje, że przepisy KC w zakresie pełnomocnictwa z art. 412 KSH należy stosować odpowiednio); J. Jastrzębski, *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów)*, "Przegląd Prawa Handlowego" 2009, nr 9, s. 9; M. Korniluk, R.L. Kwaśnicki, *Praktyczne aspekty pełnomocnictw od udziału w zgromadzeniach spółek kapitałowych po nowelizacji z 3.08.2009 r.*, "Przegląd Prawa Handlowego" 2009, nr 9, s. 22-23; K. Szczepańska, *Zasada...*, I. Pełnomocnictwo do głosowania na zgromadzeniu – uwagi ogólne; J. P. Naworski [w:] J. P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, art. 412, nb. 5, S. Sołtysiński, P. Moskwa [w:] S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych...*, s. 660.

był również prezentowany przez Sąd Najwyższy³⁴³. Jednak należy zwrócić uwagę, że w literaturze powszechnie występuje także pogląd, zgodnie z którym pełnomocnictwo z art. 412 KSH należy uznać za pełnomocnictwo w rozumieniu art. 98 i n. KC³⁴⁴.

Akcjonariusz może ustanawiać kilku pełnomocników. Także zastawnik/użytkownik uprawniony do wykonywania prawa głosu może być zastępowany przez pełnomocnika³⁴⁵.

W KSH *expressis verbis* potwierdzono, że pełnomocnik może udzielać dalszego pełnomocnictwa, jeżeli wynika to z treści pełnomocnictwa. W doktrynie jest jednak rzeczą sporną czy kolejne umocowane osoby mogą ustanawiać dalszych pełnomocników. Autorzy sprzeciwiający się takiej możliwości wskazując, że byłaby on zbyt ryzykowna dla bezpieczeństwa interesu akcjonariusza³⁴⁶. Niemniej taki argument nie wydaje się uzasadniony, jeżeli dopuszcza to treść pierwotnego pełnomocnictwa.

Art. 412 § 7 KSH stanowi, że przepis dot. pełnomocnictwa stosuje się również do innych przedstawicieli – np. syndyka masy upadłości, wykonawcy testamentu lub przedstawiciela ustawowego (osób małoletnich bądź ubezwłasnowolnionych)³⁴⁷.

Warto zwrócić uwagę na przypadek, w którym wykonywanie prawa głosu przez pełnomocnika jest niezgodnie z instrukcjami przekazanymi przez akcjonariusza. W takiej sytuacji można twierdzić, że niezgodność sposobu posługiwania się tym prawem przez pełnomocnika nie ma efektu w stosunkach zewnętrznych (tj. poza stosunkiem mocodawca-pełnomocnik), jeżeli instrukcja nie została włączona do treści pełnomocnictwa³⁴⁸. Za takim ujęciem tej kwestii przemawia wzgląd na pewność stosunków prawnych, bezpieczeństwo obrotu oraz ochronę zaufania osób trzecich³⁴⁹. W tym zakresie należy odrzucić pogląd wskazujący, że w takich okolicznościach

³⁴³ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2007 r., o sygn. III CSK 26/07, OSNC 2008, nr 9, poz. 105; uchwała Sądu Najwyższego z dnia 17 listopada 2011 r., o sygn. III CZP 68/11, OSNC 2012, nr 5, poz. 60.

³⁴⁴ M. Pazdan, *Kodeks spółek handlowych a kodeks cywilny*, "Państwo i Prawo" 200, nr 2, s. 33; J. Okolski, D. Wajda, *Pełnomocnictwo do udziału w walnym zgromadzeniu*, "Przegląd Prawa Handlowego" 2006, nr 5, s. 15-16; M. Michalski, *Kontrola...*, s. 264-265; W. Popiołek [w:] J. A. Strzępka, *Kodeks...*, art. 412, nb. 2; M. Rodzynkiewicz [w:] M. Rodzynkiewicz, *Kodeks...*, s. 451-452.

³⁴⁵ W. Popiołek [w:] J. A. Strzępka, *Kodeks...*, art. 412, nb. 4, 5.

³⁴⁶ M. Korniluk, R. L. Kwaśnicki, *Praktyczne aspekty prawne pełnomocnictw do udziału w zgromadzeniach spółek kapitałowych po nowelizacji z 3.08.2009 r.*, "Przegląd Prawa Handlowego" 2009, nr 9, s. 18.

³⁴⁷ J.P. Naworski [w:] 146. J. P. Naworski, J. Rodziewicz, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, s. 859 i n.; J. Szwaja, A. Herbet, [w:] S. Sottysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 1168 i n.

³⁴⁸ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 7 października 2004 r., o sygn. II PK 35/04, OSNP 2005, Nr 11, poz. 156; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 678-679.

³⁴⁹ M. Smyk, *Wpływ podstawy pełnomocnictwa na wykonywanie przez pełnomocnika umocowania. Glosa do wyroku SN z dnia 7 października 2004 r., II PK 35/04*, "Glosa" 2007, nr 5, s. 134.

zachodzi działanie *falsus procuratoris* (art. 104 KC). Stosowanie art. 104 KC w drodze analogii może być dopuszczalne wyłącznie w sytuacji, gdy instrukcje co do wykonywania prawa głosu były włączone do treści pełnomocnictwa. Skutkiem wykonania prawa głosu niezgodnie z takimi instrukcjami może być nieważność oddanego głosu (efekt w stosunku zewnętrznym)³⁵⁰.

W doktrynie potwierdza się możliwość ustanawiania tzw. pełnomocnictwa blankietowego³⁵¹, tj. pełnomocnictwa bez instrukcji co do wykonywania prawa głosu. W praktyce taka instytucja może mieć doniosłe znaczenie w przypadku inwestorów, którzy nabyli akcje po dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, a przed dniem tego zgromadzenia³⁵². W takim przypadku uprawnienie do wykonywania prawa głosu w pełni przysługuje pełnomocnikowi, gdyż nie jest on w żaden sposób związany i wykonuje je zgodnie ze swoją wolą. Analogiczna sytuacja może występować, gdy treść pełnomocnictwa nie zawiera instrukcji, wtedy wydaje się, że jak już wcześniej wspomniano, odpowiedzialność za przełamanie tej instrukcji istnieje wyłącznie na linii mocodawca-pełnomocnik, a głos oddany nawet wbrew instrukcji jest ważny.

W doktrynie jest kwestią sporną, czy istnieje możliwość udzielania nieodwołalnych pełnomocnictw, gdyż prowadzi to do powstania rezultatów identycznych, jak w przypadku przeniesienia prawa głosu³⁵³ (rozszczerzenie praw udziałowych *sensu largo*). Jednak należy wskazać, że taki rodzaj pełnomocnictwa w przypadku nabyciu akcji po dniu rejestracji uczestnictwa nie prowadzi do rozszczepienia praw (a nawet je niweluje)³⁵⁴. W takiej sytuacji możliwość udzielenia nieodwołalnego pełnomocnictwa jest w pełni uzasadnione i nie może być zakwestionowana na bazie argumentu dotyczącego zakazu rozszczepiania. Natomiast część przedstawicieli doktryny stoi na stanowisku, iż nie istnieje możliwość udzielenia nieodwołalnego pełnomocnictwa, gdyż pełnomocnictwo do udziału w walnym zgromadzeniu i wykonywania prawa głosu może być w każdej chwili odwołane³⁵⁵.

³⁵⁰ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 678-679.

³⁵¹ D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy...*, s. 152; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 666.

³⁵² K. Oplustil, *O potrzebie...*, s. 15.

³⁵³ J. Okolski, D. Wajda, *Pełnomocnictwo do udziału...*, s. 17.

³⁵⁴ O. Horwath, K. Oplustil, *Legitymacja...*, s. 22; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 666-667.

³⁵⁵ J. Okolski, D. Wajda, *Pełnomocnictwo do udziału...*, s. 17; W. Popiołek [w:] A. Szumański, *Prawo spółek handlowych...*, s. 188.

Dodatkowo warto zwrócić uwagę, iż generalnie w orzecznictwie sądów neguje się możliwość udzielania nieodwołalnych pełnomocnictw³⁵⁶. Wskazuje się, że rozporządzenie przez akcjonariusza prawem głosu (lub tworzenie stanów faktycznych podobnych do takiego rozporządzenia) jest niedopuszczalne i nie może wyrzucić skutków prawnych jako czynność prowadząca do obejścia ustawy (art. 58 § 1 KC)³⁵⁷. Z tego względu pełnomocnictwo do wykonywania praw korporacyjnych zdaniem SN może być nieważne, gdy jest ono: nieodwołalne, bezterminowe lub długotrwałe (gdzie pełnomocnik praktycznie przejmuje wykonywanie tych uprawnień), wykluczające możliwość realizowania przez akcjonariusza uprawnień korporacyjnych i wskazujące, że celem jest realizowanie interesu pełnomocnika, a nie mocodawcy³⁵⁸. Niemniej w orzeczeniu z dnia 19 stycznia 2011 r. o sygn. V CSK 223/10³⁵⁹ Sąd Najwyższy stanął na stanowisku, iż art. 412 § 1 KSH nie wyłącza możliwości udzielenia nieodwołalnego pełnomocnictwa do udziału w walnym zgromadzeniu i wykonywania praw głosu. W uzasadnieniu stwierdzono, że przepis ten wyraźnie dopuszcza wykonywanie prawa uczestnictwa w walnym zgromadzeniu przez akcjonariusza za pośrednictwem pełnomocnika, z czego nie wykluczono pełnomocnictwa nieodwołalnego.

Z perspektywy rozszczepiania praw udziałowych należy wskazać, że udzielenie pełnomocnictwa nie może stanowić rozszczepienia *sensu stricte*, ponieważ pomimo jego udzielenia, prawa korporacyjne wciąż przysługują akcjonariuszowi. Natomiast na pełnomocnika jest przenoszone prawo wykonywania tych uprawnień bądź możliwość posługiwania się nimi. W przypadku, gdy udzielane jest pełnomocnictwo blankietowe (tj. bez przekazania instrukcji) może natomiast dojść do rozszczepienia *sensu largo*, gdyż to pełnomocnik posługuje się prawem głosu, tak jakby to prawo mu przysługiwało, ma pełną dowolność co do sposobu jego wykonania (podobne skutki zachodzą, gdy treść pełnomocnictwa nie zawiera instrukcji). Taka teza jest w większym stopniu uzasadniona w przypadku, gdy pełnomocnik ma prawo ustanawiania dalszych pełnomocników. W takim zakresie może one „rozporządzać” prawem głosu (wykonywać je na walnym zgromadzeniu oraz przenieść na inny podmiot). Najbardziej doniosłym przypadkiem rozszczepienia *sensu largo* jest pełnomocnictwo nieodwołalne

³⁵⁶ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312.

³⁵⁷ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312.

³⁵⁸ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312.

³⁵⁹ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 19 stycznia 2011 r., o sygn. V CSK 223/10, LEX nr 688710.

(lub pełnomocnictwo, którego odwołanie jest obarczone wysoką karą umowną), bądź pełnomocnictwo udzielone na długi okres czasu.

W przypadkach pełnomocnictwa blankietowego jak i długotrwałego bądź nieodwołalnego dochodzi do rozszczępienia praw (*sensu largo*), natomiast różnicą pomiędzy tymi typami pełnomocnictw jest długość okresu, w którym zachodzi sytuacja podobna do rozejścia się uprawnień majątkowych i korporacyjnych. Dlatego kwestionowanie pełnomocnictwa nieodwołalnego w doktrynie oraz akceptowanie pełnomocnictwa blankietowego cechuje się pewną niekonsekwencją. W rezultacie, argument bazujący na zakazie rozszczępienia traci na znaczeniu w przypadku pełnomocnictw nieodwołalnych. Dodatkowo należy podkreślić, że obowiązywanie tego zakazu jest wątpliwe (jak już wykazywano w toku dysertacji). Jednak, pomimo przyjętego stanowiska względem pełnomocnictwa nieodwołalnego (lub pełnomocnictw o zbliżonym charakterze), ważność tego pełnomocnictwa powinna być weryfikowana w oparciu o klauzule ogólne (np. dobrych obyczajów czy nadużycia prawa). Dlatego w niektórych wypadkach może ono zostać uznane za nieważne.

2.1.4 Uprawnienia wierzyciela związane z zajętymi akcjami

Akcje mogą być przedmiotem egzekucji. Do tego typu egzekucji stosuje się przepisy KPC działów „egzekucja z innych praw majątkowych” oraz „egzekucja z innych wierzytelności”³⁶⁰. Do egzekucji z akcji zastosowanie może znaleźć art. 910² § 1 KPC³⁶¹. Zgodnie z tym przepisem w toku takiej egzekucji z mocy zajęcia wierzyciel może wykonywać wszelkie uprawnienia majątkowe dłużnika wynikające z zajętogo prawa, które są niezbędne do zaspokojenia wierzyciela w drodze egzekucji. Może on również podejmować wszelkie działania niezbędne do zachowania prawa. Na bazie tego przepisu w doktrynie pojawiła się wątpliwość, czy w takim razie wierzyciel może wykonywać prawa korporacyjne z zajętych akcji (w zakresie niezbędnym do zachowania prawa).

Część doktryny, powołując orzecznictwo sądów powszechnych, stoi na stanowisku, że prawa korporacyjne nie przysługują wierzycielowi, natomiast pozostają przy akcjonariuszu³⁶². Uprawnienia takiego wierzyciela ograniczają się wyłącznie do

³⁶⁰ A. Opalski [w:] A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A...*, s. 783.

³⁶¹ S. Cieślak, *Egzekucja sądowa z innych praw majątkowych...*, s. 5.

³⁶² M. Michalska-Marciniak [w:] K. Flaga-Gieruszyńska, A. Zieliński, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, Warszawa 2022, art. 910² KPC, nb. 5.

zaskarżenia uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy zagrażających możliwości zaspokojenia się z zajętych w toku egzekucji akcji³⁶³. Taka teza bazuje na argumentach przedstawianych przez sądy powszechne (np. uchwała SN z 14.09.2005 r., o sygn. III CZP 57/05³⁶⁴), zgodnie z którymi uprawnienie do wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały daje wystarczającą ochronę prawną przed działaniami zmierzającymi do udaremnienia zaspokojenia się z zajętego udziału (akcji) bez ryzyka znaczącej ingerencji w sprawy spółki³⁶⁵. W tym zakresie należy podkreślić, że takie uprawnienie może w pełni nie gwarantować ochrony wierzyciela. Można nawet stwierdzić, iż ograniczenie praw wierzyciela wyłączenie do zaskarżania uchwał jest dla niego krzywdzące. Wynika to z faktu, że do czasu rozstrzygnięcia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały należy ją respektować, a zatem przyjmować wynikający z niej stan rzeczy, tym samym przyznawać jej skutki prawne mimo ewentualnej nieważności (tj. wyrok stwierdzający nieważność uchwały ma charakter konstytutywny i wywołuje skutek *ex tunc*)³⁶⁶. Zostało to potwierdzone w uchwale siedmiu sędziów Sądu Najwyższego³⁶⁷. Ponadto sam proces o stwierdzenie nieważności może być długotrwały (zabezpieczenie z opóźnieniem), przez co zaistniałe skutki ekonomiczne mogą być trudne do odwrócenia z perspektywy wierzyciela. Dodatkowo może to powodować opóźnienie w możliwości zaspokojenia się wierzyciela z zajętych praw.

Argumenty zakazujące możliwości wykonywania praw korporacyjnych przez wierzyciela przede wszystkim bazują na ogólnym zakazie rozszczepiania³⁶⁸. Jednak w przypadku, gdyby przyjąć stanowisko wyrażone w dysertacji na temat dopuszczalności rozejścia się praw korporacyjnych i majątkowych, podstawowy argument odmawiający wierzycielowi możliwości wykonywania pełni praw straciłby na znaczeniu.

³⁶³ P. Telenga [w:] A. Jakubecki, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz aktualizowany. Tom II. Art. 730-1217*, 2019, art. 910(2), nb. 3.

³⁶⁴ Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 14 września 2005 r., o sygn. III CZP 57/05, OSNC 2006, nr 7-8, poz. 116.

³⁶⁵ A. Adamczuk [w:] M. Manowska, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz. Tom II. Art. 478-1217*, Warszawa 2021, art. 910(2), nb. 1.

³⁶⁶ J. P. Naworski [w:] J. P. Naworski, J. Rodziewicz, K. Strzelczyk, R. Potrzyszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks...*, art. 425, nb. 4.

³⁶⁷ Uchwała Sądu Najwyższego (7) z dnia 18 września 2013 r., o sygn. III CZP 13/13, OSNC 2014, nr 3, poz. 23.

³⁶⁸ P. Jadłowski, M. Rośniak-Marczuk [w:] J. Jankowski, *Kodeks postępowania cywilnego. Tom II. Komentarz. Art. 730-1217*, Warszawa 2019, art. 910(2), nb. 20.

Komplementarnie można wskazać, że bazując na istniejącym w doktrynie poglądzie mówiącym, iż prawa korporacyjne w swojej istocie mają charakter majątkowy³⁶⁹ (z czym jednak na bazie argumentów prezentowanych w dysertacji nie można się zgodzić), to odczytując literalnie przepis art. 910² § 1 KPC należy uznać, że wierzyciel może wykonywać te uprawnienia korporacyjne w zakresie, w jakim jest to niezbędne do zachowania prawa.

Część doktryny kwestionuje podejście dotyczące braku możliwości wykonywania prawa korporacyjnych przez wierzyciela. Ich przyznanie wierzycielowi jest bowiem motywowane celem prowadzonej egzekucji i dlatego z mocy zajęcia może on wykonywać niektóre uprawnienia dłużnika, w szczególności prawo głosu. Jednak takie wykonywanie praw powinno być ograniczone do czynności zachowawczych³⁷⁰. Przy czym sądy powszechne nie dopuszczają możliwości wykonywania prawa głosu przez wierzyciela, a jedyne ograniczają się do zaakceptowania uprawnienia do zaskarżenia uchwał³⁷¹. Nie budzi zatem wątpliwości fakt, że uprawnienia wierzyciela z zajętych akcji prowadzą do rozszczępienia praw majątkowych (tj. właścicielem akcji jest akcjonariusz, jednak prawa majątkowe może wykonywać wierzyciel).

W związku z analizą praw wierzyciela warto zaznaczyć, że ustanowienie zarządcy (zgodnie z art. 910² § 2 KPC) *de facto* prowadzi do rozszczępienia praw korporacyjnych. Zarządca wykonuje prawo głosu przysługujące dłużnikowi (tj. akcjonariuszowi) w taki sposób, aby można było przeprowadzić skuteczną egzekucję z praw majątkowych. W zasadzie od momentu objęcia zarządu, zarządca jest uprawniony do wykonywania w zastępstwie dłużnika wszelkich uprawnień organizacyjnych, w tym także uprawnień zachowawczych³⁷². W takim wypadku dochodzi do rozszczępienia praw *sensu stricte*, gdyż inny podmiot niż akcjonariusz wykonuje prawa korporacyjne (prawa te wykonuje zarządca). Stan rozszczępienia jest również pogłębiony w przypadku, gdy to wierzyciel korzysta z praw majątkowych. W

³⁶⁹ Ł. Gasiński, *Z problematyki...*, 5. Zakaz rozszczępienia praw z akcji, akapit 5-7.

³⁷⁰ P. Zdanikowski, *Glosa do uchwały SN z dnia 14 września 2005 r., III CZP 57/05*, „Palestra” 2006, nr 3-4, s. 291; M. Rodzynekiewicz [w:] M. Rodzynekiewicz, *Kodeks...*, s. 329; N. Kobyłka, A. Pęczyk, *Skutki zajęcia udziałów w spółce z o.o. - wykonywanie przez wierzyciela uprawnień korporacyjnych na podstawie kodeksu postępowania cywilnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 3, s. 15; R. Szczepaniak, *Bezskuteczność względna czynności prawnej jako skutek nadużycia prawa do posługiwania się formą osoby prawnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 1, s. 49; K. Falkiewicz, K. Kwaśnicki, *Skutki zajęcia udziałów spółki z ograniczoną odpowiedzialnością - polemika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr. 5, s. 52; A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo...*, s. 129-130.

³⁷¹ Np. wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 9 października 2018 r., o sygn. XVI GC 574/12, LEX nr 2675322.

³⁷² P. Jadałowski, M. Rośniak-Marczuk [w:] J. Jankowski, *Kodeks...*, art. 910(2), nb. 26.

takiej sytuacji, inny podmiot wykonuje prawa korporacyjne, inny – prawa majątkowe, natomiast jeszcze inny jest właścicielem akcji.

2.2 *The new vote buying* i teoria ukrytej własności akcji – rozszczępienie ekonomicznej własności akcji od praw organizacyjnych

Termin "*the new vote buying*" został wprowadzony przez H. T. C. Hu oraz B. S. Black, w publikacji *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*³⁷³. Termin ten został użyty na określenie mechanizmów oddzielania prawa własności akcji od praw organizacyjnych. W powyżej przytoczonej publikacji oraz w innych pracach wymienionych autorów³⁷⁴ sformułowano teorię ukrytej własności akcji (*hidden ownership*) oraz pustych głosów (*empty votes*). Asumptem dla sformułowania tych teorii była rewolucja w świecie derywatów, w szczególności rozwój umów *swap* i kontraktów zawieranych poza rynkiem regulowanym (*over the counter*)³⁷⁵. Dzięki nowym instrumentom (o ograniczonej transparentności) uczestnicy rynku zyskali możliwość oddzielania własności ekonomicznej od dysponowania prawem głosu w spółkach publicznych³⁷⁶. Głównie wykorzystywanie opisanych mechanizmów zachodziło z wykorzystywaniem (i) derywatów, (ii) pożyczek akcji, (iii) przechwytywania akcji wyłącznie na dzień rejestracji (*record date capture*)³⁷⁷.

2.2.1 *Empty voting*

Wykorzystanie mechanizmów opisanych zbiorczo jako *a new vote buying*, może prowadzić do sytuacji, w których siła prawa korporacyjnych danego podmiotu będzie wyższa, niż jego interes ekonomiczny w spółce. Taki stan faktyczny będzie miał miejsce, gdy liczba posiadanych akcji będzie mniejsza niż liczba głosów kontrolowanych na walnym zgromadzeniu. W tym zakresie część głosów będzie „pusta” (*empty votes*), ze względu na brak ekonomicznych konsekwencji związanych z ich wykorzystaniem³⁷⁸.

Konstrukcja *empty voting* znajdowała zastosowanie w celu nabywania dużych pakietów papierów wartościowych, przy jednoczesnym przeniesieniu ryzyka

³⁷³ H. T. C. Hu, B. S. Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, "Southern California Law Review" 2006, tom 79, s. 811–908.

³⁷⁴ Np. H. T. C. Hu, B. S. Black, *Hedge funds, insiders, and the decoupling...*, s. 343–367.

³⁷⁵ H. T. C. Hu, B. S. Black, *The New Vote Buying...*, s. 815.

³⁷⁶ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Hedge funds, insiders, and the decoupling...*, s. 343.

³⁷⁷ W-G. Ringe, *Hedge Funds...*, s. 1034.

³⁷⁸ J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *On Derivatives...*, s.1115.

wynikającego z ich posiadania na inny podmiot. Taki mechanizm występował w szczególności w przypadku umów swapowych (zajmowanie pozycji krótkiej), kontraktów typu SSF (*single-stock future*), w przypadku których wiąże się to z zajęciem pozycji krótkiej, a także w przypadku zajmowania pozycji krótkiej w opcji *call* (tj. opcji kupna, czyli opcji dająca uprawnionemu możliwość nabycia instrumentu bazowego) i długiej w opcji *put* (tj. opcji sprzedaży, dająca możliwość sprzedaży instrument bazowego)³⁷⁹. W związku z powyższym, podstawową cechą *empty voting* jest rozdzielenie możliwości wykonywania prawa głosu od ryzyka ekonomicznego związanego z posiadaniem akcji.

Przykładem takiej praktyki jest w szczególności posiadanie akcji danej spółki i równoczesne zabezpieczenie ryzyka związanego ze spadkiem wartości tych akcji (zabezpieczenie z wykorzystaniem derywatów)³⁸⁰. Drugim przykładem może być pożyczka akcji. W ramach takiej pożyczki własność akcji wraz z prawem głosu przechodzi na dłużnika, jednak jego ryzyko ekonomiczne związane z płynnością kursu akcji może być ograniczone³⁸¹. Trzecim przykładem jest nabycie akcji danego podmiotu na dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oraz zbycie ich niezwłocznie po tym dniu (*record date capture*) w celu uzyskania własności akcji na dzień rejestracji uczestnictwa (alternatywą wobec ich nabycia jest wykorzystanie pożyczki). Wtedy podmiot wykonywujący prawo głosu nie posiada żadnego ryzyka z uwagi na fakt, iż nie jest właścicielem akcji³⁸².

W związku z istnieniem praktyk opierających się na wykorzystywaniu „pustych” głosów, należy zwrócić uwagę, że brak ekonomicznego ryzyka dotyczącego zmienności wartości akcji, które ponosiłby podmiot wykonywujący prawa głosu, może zachęcać do podejmowania decyzji biznesowych negatywnych dla spółki (podmiot posiadający „puste” głosy może cechować się ujemnym interesem ekonomicznym)³⁸³, mających na celu np. obniżenie wartości danego podmiotu³⁸⁴. Przykładem takiego zachowania będzie *case Mylan Laboratories* obrazujący możliwość wystąpienia

³⁷⁹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Hedge Funds...*, s. 3.

³⁸⁰ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, „European Financial Management Journal” 2008, tom 14, s. 672.

³⁸¹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Equity and Debt Decoupling...*, s. 641-642.

³⁸² H. T. C. Hu, B. S. Black, *The New Vote Buying...*, s.832-385.

³⁸³ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling ...*, s. 671.

³⁸⁴ J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *On Derivatives Markets...*, s. 1114.

negatywnych skutków braku interesu ekonomicznego poszczególnych akcjonariuszy (case ten zostanie opisany w dalszej części dysertacji).

2.2.2 *Hidden ownership*

Konstrukcja *hidden ownership* dotyczy sytuacji, w której zakresu praw majątkowych jest większy niż zakres prawa organizacyjnych (np. w zakresie prawa głosu)³⁸⁵. Ma to miejsce, gdy dany podmiot gospodarczy dysponuje mniejszą siłą głosów na wolnym zgromadzeniu od liczby posiadanych przez niego akcji lub akcji formalnie mu nie przysługujących, ale obarczających go ekonomicznym ryzykiem tak, jak gdyby był ich właścicielem.

Termin *hidden ownership* pochodzi od technik polegających na tym, że inwestor w celu uniknięcia ujawnienia swojej pozycji na akcjach, przenosi uprawnienia do wykonywania formalnych uprawnień do głosowania na inny podmiot³⁸⁶. Niemniej taki inwestor zachowuje możliwość elastycznego nabycia prawa głosu (poprzez wejście w formalne posiadanie akcji), stąd też omawianą konstrukcję nazywa się czasem *morphable ownership* ("przekształcalna własność")³⁸⁷. Samą pozycję tego inwestora w stosunku do prawa głosu określa się jako nieformalne prawo głosu (*informal voting power*), ze względu na fakt, że choć w praktyce nie przysługuje mu to uprawnienie, to jednak w razie potrzeby może on z niego skorzystać³⁸⁸. Powyżej omówiona technika w szczególności może być realizowana poprzez wykorzystanie instrumentów pochodnych rozliczanych gotówkowo, dla których instrumentem bazowym są akcje³⁸⁹. W takiej konstrukcji, co prawda nabywca instrumentu pochodnego nie jest uprawniony do nabycia akcji, jednak ze względów relacyjno-ekonomicznych druga strona tego instrumentu (która nabyła akcje w celu zabezpieczenia swojego ryzyka na tym instrumencie) może zdecydować się na jego rozliczenie poprzez wydanie tych akcji.

Ponadto z mechanizmem tym łączy się pojęcie „miękkiego parkowania” (*soft parking*), które to ma na celu uniknięcie obciążeń regulacyjno-ekonomicznych dotyczących bezpośredniego posiadaniem akcji. Konstrukcja miękkiego parkowania cechuje się tym, że zainteresowany podmiot przenosi własność akcji na

³⁸⁵ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s. 677.

³⁸⁶ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Hedge Funds...*, s. 13.

³⁸⁷ H. T. C. Hu, *Financial innovation and governance mechanisms: The evolution of decoupling and transparency*, "Business Lawyer" 2015, tom 70, nr 2, s. 355.

³⁸⁸ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Equity and Debt Decoupling...*, s. 636.

³⁸⁹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Equity and Debt Decoupling...*, s. 653.

zaprzyjaźniony podmiot trzeci³⁹⁰. Instytucja ta zostanie szerzej omówiona w dalszej części dysertacji. Niemniej stanowi ona przykład *hidden ownership*.

Warto zaznaczyć, że instytucja *hidden ownership* daje możliwość zainteresowanemu podmiotowi do czerpania zysków osiągniętych ze sprzedaży praw organizacyjnych (tj. w szczególności prawa do głosu). Może to zachodzić poprzez kreację zobowiązań do określonego korzystania z nich lub bezpośredniego transferu samych praw z ograniczonym transferem własności akcji, dzięki czemu ten podmiot zyskuje dodatkowe źródła dochodów.

Ponadto podkreślenia wymaga fakt, że podmiot zajmujący pozycję *hidden owner* lub *empty voter* może mieć negatywny (ujemny) interes ekonomiczny, o którym już wyżej wspomniano. Oznacza to, że taki podmiot będzie zainteresowany doprowadzeniem do spadku wartości spółki (a co za tym idzie również akcji), co do których zajmuje określoną pozycję na instrumentach pochodnych.

2.2.3 Hybrid decoupling

Poprzedni fragment dysertacji dotyczył rozszczepiania praw i obowiązków związanych z akcjami. Takie rozszczepianie w anglojęzycznej terminologii jest określane jako *equity decoupling*³⁹¹. Dodatkowo istnieje termin *debt decoupling*, który odnosi się do wydzielenia praw ekonomicznych, praw kontrolnych oraz innych praw związanych z długiem. *Debt decoupling* jest przeprowadzane z wykorzystaniem derywatów i sekurytyzacji³⁹².

W związku z rozszczepianiem praw związanych z długiem, uprawnienia w zakresie możliwości sprawowania kontroli nad nim mogą przewyższać ekonomiczną ekspozycję na ryzyko wystąpienia ujemnych konsekwencji związanych z tym długiem. Takie ujemne konsekwencje mogą wystąpić w postaci niewypłacalności dłużnika lub wystąpienia przekonania o możliwości jego niewypłacalności, co może obniżyć rynkową wartość roszczenia do dłużnika. Wierzyciel, któremu przysługują prawa nieadekwatne (o mniejszym zakresie) do ponoszonych ryzyk ekonomicznych związanych z posiadaną przez niego wierzytelnością – może być nazywany jako *empty creditor*. Natomiast wierzyciel, który ponosi większe ryzyko związane z długiem

³⁹⁰ P. Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law: Volume III*, 2010, s. 154.

³⁹¹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s. 666.

³⁹² H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s. 688.

(jego ekspozycja nie jest zabezpieczona), niż zakres jego praw do zarządzania nim, jest określany mianem *hidden creditor*³⁹³. Przykładem rozszczepiania ryzyka od kontroli w przypadku instrumentów dłużnych może być CDO (*collateralized debt obligation*)³⁹⁴.

Natomiast *hybrid decoupling* (hybrydowe rozszczepianie) polega na wykorzystywaniu pozycji na akcjach, aby np. zwiększoną siłą głosu zabezpieczyć podejmowane przez spółkę decyzje mające wpływ na wartość wierzytelności³⁹⁵. Zajmowanie przez inwestora pozycji zarówno w stosunku do wierzytelności jak i akcji może służyć celom podyktowanym ujemnym interesem ekonomicznym. W takiej sytuacji podmioty gospodarczy może wykorzystać zajęte pozycje w celu spowodowania spadku wartości akcji lub długu. *Hybrid decoupling* może być użyte przy manipulowaniu wartościami akcji, w celu wygenerowania zysku na instrumentach pochodnych dotyczących długu. Takie transakcje zachodzące na różnych rynkach (dotyczących obrotu akcjami i wierzytelnościami) mogą być trudne do śledzenia, ze względu na poziom komplikacji użytych instrumentów pochodnych oraz brak istnienia istotnych regulacji nakładającej obowiązki notyfikacyjne na rynku wierzytelności. Wobec tego *hybrid decoupling* może być chętnie używane w celu dokonywania nadużyć³⁹⁶.

Hybrydowe rozszczepianie może zachodzić nie tylko w stosunku do wierzytelności i akcji jednej spółki, ale także w stosunku do akcji i wierzytelności różnych podmiotów gospodarczych (np. spółek konkurencyjnych). Pozwala to na wywieranie wpływu na wartości akcji lub wierzytelności, oraz generowanie zysków ze zmienności tych wartości z użyciem odpowiednich instrumentów pochodnych³⁹⁷. Przykładem w tej materii może być kazus Chrysler z 2009 roku, w którym podmioty zajmujące pozycję *empty creditor* nabywały instrumenty finansowe zabezpieczające długi Chrysler. Równocześnie podmioty te dokonywały zakupu akcji spółek konkurencyjnych wobec Chrysler. Ich celem było zablokowanie planów naprawczych i porozumień z wierzycielami, w celu doprowadzenia do bankructwa spółki i

³⁹³ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt and Hybrid Decoupling: An Overview*, "M&A Lawyer 2008", tom 12, nr 4, s. 5.

³⁹⁴ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s.686.

³⁹⁵ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt and Hybrid Decoupling...*, s. 5.

³⁹⁶ H. T. C. Hu, *Financial innovation and governance...*, s.27.

³⁹⁷ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s.688.

wygenerowania zysku z akcji spółek konkurencyjnych (bankructwo Chrysler mogłoby spowodować wzrost ich wartości)³⁹⁸.

2.2.4 *A new vote buying* a rozszczepianie praw akcyjnych

Jak już wyżej wspomniano, teoria *a new vote buying* zaproponowana przez H. T. C. Hu i B. S. Black dotyczy oddzielania ekonomicznego ryzyka od praw głosu, tj. tworzenie sytuacji, w której podmiot wykonywujący prawa głosu nie ponosi związanego z tym ryzyka zmienności kursu akcji / uzyskiwania świadczeń majątkowych od spółki. Dzieje się tak na przykład w przypadku pożyczki akcji³⁹⁹, jako że pożyczkodawca ponosi ryzyko ekonomiczne związane z akcjami, a dłużnik korzysta z praw z nich wynikających (na czas pożyczki jest on właścicielem akcji). Wspomniane ryzyko ekonomiczne dotyczy nie tylko ryzyka zmienności kursu akcji, ale również ryzyka niewystąpienia innych świadczeń ze spółki jak np. dywidendy (gdy termin spłaty pożyczki przypada przed dniem dywidendy). Drugim przykładem jest zabezpieczanie ryzyka związanego z posiadaniem akcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Podmiot posiadający akcje może dokonać transferu ryzyka na inną osobę za pomocą umowy *swap*⁴⁰⁰. Taki *swap* (dochodowy) umożliwia kupno zabezpieczenia przed ryzykiem zmienności kursów akcji przy jednoczesnym pozostawieniu własności aktywów u kupującego zabezpieczenie – tzw. *total return swap*⁴⁰¹, czyli *swap* o zwrot całkowity⁴⁰². Często pokrywa on strumienie pieniężne odzwierciedlające wszelkie świadczenia z akcji⁴⁰³ (np. dywidendy). W takim przypadku, w literaturze międzynarodowej formułuje się nawet wnioski, że to strona umowy *swap* ponosząca ryzyka związane z akcjami jest ich rzeczywistym właścicielem (*beneficial owner*)⁴⁰⁴. Trzecim przypadkiem jest już wskazane w toku dysertacji – *record date capture*.

Należy zauważyć, że w powyższych dwóch pierwszych przypadkach nie dochodzi do rozszczepienia praw akcyjnych *sensu stricte*. W trzecim omówionym

³⁹⁸ H. T. C. Hu, *Financial innovation and governance...*, s. 371.

³⁹⁹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, "Business Lawyer" 2006, tom 61, s. 1027.

⁴⁰⁰ A. Zaroni, *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, "Global Jurist" 2009, tom 9, nr 4, s. 2.

⁴⁰¹ K. Chyła, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz do zmian wprowadzonych ustawą z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw*, 2005, art. 3a, nb. 6.

⁴⁰² Z. Ofiarski [w:] Z. Ofiarski, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013, art. 92d, akapit 2.

⁴⁰³ D. Bertaccini, *To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp., Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13D Filing Purposes*. "Cardozo Law Review" 2009, tom 31, s. 276.

⁴⁰⁴ B. T. Sullivan, *CSX Corp v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, "Northern Carolina Law Review" 2019, tom 89, nr 4, s. 1301.

przypadku natomiast zachodzi takie rozszczępienie (*sensu stricte*). Jednak rozejście się uprawnień majątkowych i korporacyjnych w przypadku zbycia akcji pomiędzy dniem rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu a dniem tego walnego zgromadzenia jest wprost dopuszczalnym przez KSH przykładem rozszczępienia praw akcyjnych *sensu stricte*. Z tego względu dalsze analizy będą prowadzone tylko w oparciu o dwa pierwsze przykłady.

W dwóch powyższych przypadkach zachodzi sytuacja, w której to właściciel akcji (tj. podmiot który jest dłużnikiem w ramach umowy pożyczki akcji lub podmiot który zabezpieczył ryzyko związane z instrumentami pochodnymi) jest uprawniony do wykonywania praw organizacyjnych. Nie następuje ich trwałe przeniesienie lub nie dochodzi do upoważnienia innego podmiotu do ich używania. Dodatkowo to właścicielowi akcji w obu wymienionych okolicznościach przysługują prawa majątkowe. Jednak należy przeprowadzić analizę czy nie dochodzi w nich do wykreowania sytuacji podobnej do rozszczępienia praw majątkowych od własności akcji.

W przypadku pożyczki akcji (będącej w zasadzie pożyczką papierów wartościowych⁴⁰⁵) na czas trwania umowy uprawnienia majątkowe wraz z własnością papierów wartościowych przechodzą na dłużnika. Zaznaczyć należy, że co prawda nie jest to kontrakt, o którym mowa w art. 720 KC, ale definiuje się ją jako umowę nienazwaną o charakterze zbliżonym do zwykłej umowy pożyczki. Wymieniony przepis można do niej stosować na zasadzie analogii⁴⁰⁶. W takiej konstrukcji dłużnik nie ponosi ryzyka zmienności kursu akcji, jako że nie jest on zazwyczaj zobowiązany do dokonywania dopłat dla wierzyciela związanych ze spadkiem wartości akcji w trakcie trwania umowy. Ponadto, ponieważ pożyczkobiorca jest jedynie tymczasowym posiadaczem, to często nie będzie on zazwyczaj korzystał z pozostałych praw majątkowych w sposób trwały. Wprawdzie mogą się zdarzyć sytuacje, w których dłużnik zrealizuje inne prawa majątkowe, na przykład, gdy w czasie obowiązywania tej umowy wystąpi dzień dywidendy. Ale jest to możliwe tylko w okresie przejściowym, co w szczególności jest mało prawdopodobne w przypadku pożyczek krótkoterminowych.

⁴⁰⁵ M. Michalski, *Spółka akcyjna...*, Część 4 Obrót Akcjami I Zasady Rozporządzania Nimi, Rozdział 3 Inne Formy Rozporządzania Akcjami, §1. Uwagi Ogólne.

⁴⁰⁶ M. Godlewski, T. Sójka [w:] K. Dziennik, M. Fedorowicz, T. Jaranowski, W. Kapica, J. Majcher, M. Mataczyński, A. Michór, A. Rycerski, M. Saczywko, O. Skibiński, A. Skoczyła, M. Stańczyk, J. Stranz, R. Zawłocki, T. Sójka, M. Godlewski, *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, 2022, art. 7, nb. 15.

Zatem *de facto* prawa majątkowe będą realizowane przez wierzyciela, a dłużnikowi będą one przysługiwały jedynie teoretycznie (w przypadku pożyczek krótkoterminowych). Niemniej taka argumentacja może mieć ograniczone znaczenie w przypadku umów długoterminowych. Jednak ciągle dochodzi do rozszczepienia interesu ekonomicznego. Akcje będą ciągle wywierały efekt ekonomiczny dla pożyczkodawcy.

Natomiast w zakresie ustanawiania zabezpieczeń, podmiot będący właścicielem akcji, przenosi ekonomiczne ryzyko związane z ich posiadaniem na podmiot trzeci. Jak już wyżej wspomniano, zachodzi to z wykorzystaniem kontraktu *swap* o zwrot całkowity. W takim wypadku właściciel akcji zazwyczaj jest zobowiązany do przenoszenia wszelkich świadczeń, które są uzyskiwane od spółki w ramach realizacji praw majątkowych na kontrahenta. Dodatkowo warto podkreślić (jak już wskazano w dysertacji), że w ramach międzynarodowej literatury to ten kontrahent jest wskazywany jako rzeczywisty właściciel akcji. Omawiana sytuacja tworzy więc stan faktyczny, w którym co prawda właścicielowi akcji przysługuje pełnia praw udziałowych, niemniej prawa majątkowe są przez niego wykonywane tylko teoretycznie, ponieważ beneficjentem wszelkich świadczeń związanych z akcjami jest podmiot trzeci. W takim wypadku, na przykładzie dywidendy, przez czas trwania kontraktu *swap*, to faktycznie kontrahent akcjonariusza jest uprawniony do jej otrzymywania (w tym do otrzymywania wszystkich dywidend, które nie są jeszcze skonkretyzowane w postaci roszczenia).

Konkludując można stwierdzić, iż powyższe sposoby oddzielania ryzyka od prawa głosu wskazywane przez H. T. C. Hu i B. S. Black w ramach teorii *a new vote buying*, co prawda nie prowadzą do formalnego rozejścia się uprawnień korporacyjnych i majątkowych (za wyjątkiem przypadku *record date capture*), to jednak mogą powodować rozszczepienie praw udziałowych *sensu largo*.

2.2.5 Przykłady

2.2.5.1.1 Henderson Land

Sprawa *Henderson Land* stanowi przykład przejęcia akcji wyłączenie na dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (*record date capture*). Nabycie zostało dokonane w celu zablokowania niepożądanych decyzji biznesowych w spółce notowanej na zorganizowanym rynku kapitałowym.

Stan faktyczny tej sprawy kształtował się w ten sposób, że *Henderson Land* (HL) w 2005 r. zaproponowało ofertę nabycia 25% akcji *Henderson Investment* (HI), w związku z planowanym przejęciem. Przed przedstawieniem tej propozycji HL było już akcjonariuszem w HI. Wymieniona propozycja dotyczyła preferencyjnej wymiany akcji HL za akcje HI (parytet wymiany wynosił 2,5 akcji HL za 1 akcję HI). Akcjonariusze mniejszościowy HI na taką ofertę zareagowali entuzjastycznie⁴⁰⁷, co sugerowało, że zachodzi wysokie prawdopodobieństwo sfinalizowania takiej transakcji. Z początkiem 2006 r. okazało się jednak, iż wymieniona oferta została odrzucona na walnym zgromadzeniu HI.

Wspominane zdarzenie miało miejsce w Hong Kongu. Zgodnie z właściwymi przepisami, wykup akcji mniejszościowych mógł być zablokowany, jeżeli co najmniej 10% głosów należących do drobnych inwestorów byłoby przeciwnych (tj. przeciwko przejęciu). W przypadku HI było to 2,5% wszystkich głosów w spółce. Na walnym zgromadzeniu okazało się, że przeciwko wykupowi oddano 2,7% głosów. W związku z odrzuceniem oferty HL, wartość akcji HI kolejnego dnia spadła o 17%⁴⁰⁸.

Sprawcą takiego obrotu sprawy był fundusz hedgingowy, który nabył odpowiednią ilość akcji, pozwalających na zablokowanie oferty⁴⁰⁹. Wspomniane akcje zostały nabyte w drodze zawartej przez fundusz pożyczki akcji, co było dokonane wyłącznie w celu ich przechwycenia na dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Następnie po dokonaniu rejestracji akcje zostały zwrócone pożyczkodawcy⁴¹⁰. Równocześnie, fundusz ten był stroną instrumentów pochodnych pozwalających mu na osiągnięcie zysku w przypadku spadku wartości akcji HI⁴¹¹. Ryzyko ekonomiczne w tym kazusie było przez fundusz zabezpieczone podwójnie. W czasie wykonywania prawa głosu z akcji, fundusz nie był już akcjonariuszem HI (przez co nie ponosił ryzyka ekonomicznego związanego z decyzjami zapadającymi na walnym zgromadzeniu). Dodatkowo zawarł on umowę pożyczki akcji, co spowodowało, że był tylko ich tymczasowym właścicielem, a ponadto zabezpieczył się przed skutkami zakupu i sprzedaży dużego pakietu akcji na rynku regulowanym. Jeżeli

⁴⁰⁷ F. Gimbel, F. Guerrero, *Henderson Stock Lending Fears— Unusually Heavy Volumes of Borrowed Shares Ahead of Decisive Vote—Critics Claim the Practice Is a Form of Market Abuse*, "FIN. TIMES (ASIA)" 2006, s. 15.

⁴⁰⁸ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Empty Voting...*, s. 1029.

⁴⁰⁹ A. F. McMillan, *Hong Kong Studying Voting Issues on Borrowed Shares*, "INFOVEST21 NEWS" 2006.

⁴¹⁰ H. T. C. Hu, B. S. Black, *The New Vote Buying ...*, s. 834-835.

⁴¹¹ J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *On Derivatives...*, s. 1106.

akcji byłyby zakupione bezpośrednio na giełdzie, nabycie akcji spowodowałoby wzrost ich wartości, a zbycie spadek. Natomiast, wejście w ich posiadanie na podstawie umowy pożyczki pozwoliło na zachowanie neutralności kursu akcji HI względem działań funduszu.

Podkreślić należy, że fundusz posiadał ujemny interes ekonomiczny. Dzięki nabyciu odpowiedniej liczby głosów (poprzez wejście w tymczasowe posiadanie akcji) zablokował on propozycję HL oraz doprowadził do pożądanego przez siebie skutku, czyli spadku wartości akcji HI⁴¹².

2.2.5.1.2 *Perry-Mylan-King Pharmaceuticals*

W przypadku kazusu *Perry-Mylan-King Pharmaceuticals* doszło do oddzielenia ryzyka ekonomicznego od własności akcji – z wykorzystaniem instrumentów pochodnych zawieranych poza rynkiem regulowanym (*over the counter*)⁴¹³.

Mylan Laboratories (ML) w 2004 r. przedstawiło ofertę przejęcia *King Pharmaceuticals* (KP), poprzez zaoferowanie akcjonariuszom KP akcji w ML. W przytoczonym kazusie występował również trzeci podmiot – *Perry Corporation* (PC). PC posiadało 7 milionów akcji w KP. Zaznaczyć należy, że w okresie, w którym złożono wymienioną propozycję, kwestia jej zatwierdzenia przez akcjonariuszy ML nie była przesądzona.

PC w celu zabezpieczenia dokonania transakcji przejęcia i tym samym zapewnienia sobie zysku, nabyło akcje osiągając zaangażowanie na poziomie 9,9 % udziału w ML. Ponadto PC zabezpieczyło ryzyko związane ze zmiennością kursu akcji poprzez zawarcie kontraktów *swap* dla których instrumentem bazowym były akcje ML. Dzięki dokonanym ruchom na rynku, PC posiadało silne prawo głosu w ML, nie powiązane z ekonomicznym ryzykiem posiadania akcji⁴¹⁴. Było to podyktowane przede wszystkim przeforsowaniem oferty wymiany akcji KP na akcje w ML. Im więcej ML zapłaciłby za KP, tym więcej PC zyskałoby na całej transakcji⁴¹⁵.

⁴¹² J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *Shareholder Decisionmaking in the Presence of Empty Voting and Hidden Ownership*, "San Diego Legal Studies" 2014, nr 14-161 s. 4.

⁴¹³ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Empty Voting...*, s. 1024.

⁴¹⁴ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling...*, s. 3.

⁴¹⁵ J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *Shareholder Decisionmaking...*, s. 4.

Przejęcie nie doszło jednak do skutku, ponieważ ML odstąpiło od oferty ze względu na problemy związane z prowadzoną przez KP księgowością⁴¹⁶. Niezwłocznie po ogłoszeniu tego faktu, PC zbyło posiadane akcje w ML⁴¹⁷.

2.2.5.1.3 Centennial-Austral Coal-Rival International

Przykładem wykorzystania pozycji *hidden owner* jest kazus przyjaznego przejęcia w Australii, w które zaangażowane były *Centennial Coal Corporation Ltd.* (Centennial), *Austral Coal Limited* (AC) oraz *Glencore International AG* (GI).

Centennial złożył ofertę przejęcia AC, która została pozytywnie zaopiniowana przez zarząd AC⁴¹⁸. Po ogłoszeniu tej oferty GI zawarł kontrakty *swap* rozliczane pieniężnie. Instrumentem bazowym dla tych kontraktów były akcje AC. Same derywaty nie uprawniały GI bezpośrednio do nabycia akcji w AC. Kontrahenci GI (dwa banki) w celu zabezpieczenia swojej pozycji na instrumentach pochodnych nabyli instrument bazowy (akcje AC)⁴¹⁹.

Dzięki takiej konstrukcji GI mogło w łatwy sposób uzyskać własność akcji AC (jako że w przypadku wyjścia z kontraktów *swap*, z ekonomicznego punktu widzenia bardziej preferencyjnym sposobem rozliczenia dla kontrahentów było wydania akcji), przy jednoczesnym ukryciu swojej pozycji. GI był właścicielem 4,6 % akcji w AC (próg notyfikacyjny wynosił 5%) oraz dodatkowo był stroną kontraktów *swap* dotyczących 7,4 % akcji⁴²⁰. Dzięki połączeniu obu pozycji GI mogło zajmować "pozycję blokującą", uniemożliwiającą dokonanie wykupu akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż w tym przypadku właściwe prawo australijskie nie pozwalało na przeprowadzenie takiego wykupu, jeżeli pozostali akcjonariusze posiadali więcej niż 10 % akcji⁴²¹.

2.2.5.1.4 Continental-Schaeffler

Kazus przedstawiony poniżej dotyczył wrogiego przejęcia *Continental AG* przez podmioty z grupy spółek *Schaeffler*. Kazus ten zostanie najszerzej omówiony z uwagi

⁴¹⁶ T. Croft, *Mylan: King Deal Doomed*, "DAILY DEAL" 2005.

⁴¹⁷ H. T. C. Hu, B. S. Black, *The New Vote Buying...*, s. 829.

⁴¹⁸ Takeovers Panel, *In the matter of Austral Coal 02 [2005] ATP 13*, uzasadnienie decyzji w sprawie Austral Coal, z dnia 1 Lipca 2005, s. 2.

⁴¹⁹ E. Armson, *The Australian Takeovers Panel and Judicial Review of its Decisions*, "Sydney Law School, Legal Studies Research" 2006, nr 06/34, s. 340.

⁴²⁰ Takeovers Panel, *In the matter...*, s. 3.

⁴²¹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Empty Voting and Hidden (morphable) ownership: taxonomy...*, s. 1032.

na fakt, że stanowił on impuls do zmian legislacyjnych na poziomie europejskim w zakresie obowiązków notyfikacyjnych.

2.2.5.1.4.1 Wstęp

Continental AG (Continental) należał do grupy trzydziestu największych podmiotów notowanych na giełdzie we Frankfurcie nad Menem tj., był zaliczony do indeksu Dax 30. Podmiot ten był jednym z największych dostawców części samochodowych na świecie oraz zatrudniał 150 000 pracowników w 200 różnych miejscach. Wartość sprzedaży dokonywanej przez Continental wynosiła 26 miliardów euro (w 2008 r.). Spółka była obecna w 36 krajach⁴²² i stanowiła podmiot o znaczącej wartości⁴²³. W omawianym kazusie podmiotem przejmującym była relatywnie mała spółka *Schaeffler Kommanditgesellschaft* (tj. spółka komandytowa)⁴²⁴ (Schaeffler). Grupa, do której należała ta spółka, była złożona ze spółek rodzinnych, zatrudniających ponad 66000 osób i generowała obrót w wysokości 8.9 miliardów euro⁴²⁵.

2.2.5.1.4.2 Przebieg wydarzeń

Początkowo *Schaeffler* nabył 2,98% akcji Continental oraz opcje dające prawo rozliczenia rzeczywistego, dotyczące 4,98% takich akcji⁴²⁶. Jego pozycja pozwalała na zachowanie anonimowości, gdyż w Niemczech obowiązki notyfikacyjne aktywowały się, zgodnie z obowiązującym wtedy prawem, w przypadku przekroczenia progu 3% (dotyczącym własności akcji) oraz 5% (w przypadku posiadania opcji kupna)⁴²⁷.

Następnie *Schaeffler* zawarł w dniu 17 marca 2008 r. z Merrill Lynch International (Merrill Lynch), w ramach umowy ramowej obowiązującej obie strony, zawarto kontrakt *total return swap* (swap całkowitego zwrotu)⁴²⁸. Odnosił się on do ok. 28% akcji Continental⁴²⁹.

⁴²² Continental AG, *Continental AG confirms first conversation about possible investment by Schaeffler-Group*, komunikat prasowy, 14 lipiec 2008.

⁴²³ D. Zetzsche, *Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law - Matter of Law or Enforcement?*, "European Business Organization Law Review" 2008, tom 10, 2009, nr 39, s. 3.

⁴²⁴ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki...*, s. 83 i n.

⁴²⁵ D. Zetzsche, *Continental AG vs. Schaeffler...*, s. 4.

⁴²⁶ Ł. Gładki, *Nabywanie warrantów subskrypcyjnych a obowiązki informacyjne dotyczące znacznych pakietów akcji spółki publicznej*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2015, nr 1, s. 33.

⁴²⁷ C. B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015, s. 180.

⁴²⁸ C. B. Martysz, *Manipulacje...*, s. 180.

⁴²⁹ Ł. Gładki, *Nabywanie warrantów...*, s. 34.

Powyższy kontrakt ten był rozliczanych gotówkowo. Jego wystawca był zobowiązany do dokonywania płatności na rzecz kontrahenta, w wysokości odpowiadającej wzrostowi wartości instrumentu bazowego (tj. akcji Continental) oraz kwoty ewentualnej dywidendy wypłacanej w trakcie obowiązywania umowy. Natomiast Schaeffler ponosił ciężar ekonomiczny, gdy wartość akcji Continental spadała⁴³⁰.

Merrill Lynch, w celu eliminacji ekspozycji na ryzyko występujące na zawartym kontraktem oraz zgodnie z istniejącą praktyką bankową, dokonał nabycia instrumentów bazowych (tj. akcje w Continental). Dodatkowo zawarł on umowy kompensujące z ośmioma innymi bankami. Banki te w celu zabezpieczenia ryzyka na umowach kompensujących również nabyły akcje Continental. Każdy z tych banków (a także Merrill Lynch) posiadał nie więcej niż 2.99% akcji Continental. Stronami umów kompensujących były m.in. Dresdner Bank, LBBW, Credit Suisse, UniCredit / HVB, Royal Bank of Scotland oraz UBS. Powyższe pozycje na kontraktach swap i umowach kompensujących zostały zajęte w okresie od 25 marca do 23 maja 2008 roku.

Kontrakt *total return swap* był ustrukturyzowany w ten sposób, że Schaeffler dysponowało jednostronnym prawem do jego wypowiedzenia. Podobne rozwiązania zawarto w umowach istniejących pomiędzy Merrill Lynch i innymi bankami (Merrill Lynch mógł je jednostronnie wypowiedzieć). Powyższe kontrakty miały być rozliczone gotówkowo, a Schaeffler nie był uprawniony do żądania ich rozliczenia poprzez wydanie akcji Continental⁴³¹.

Przekazywanie informacji dotyczących planowanego przejęcia odbyło się w następujący sposób:

- 11 lipca 2008 r. –Schaeffler przekazał informacje na temat planów zakupu znacznego udziału (49%) w Continental do prezesa zarządu Continental;
- 14 lipca 2008 r. – Continental publicznie potwierdził plany wrogiego przejęcia (nastąpił wzrost ceny akcji Continental do 70,64 EUR z 55 EUR);

⁴³⁰ Ł. Gładki, *Nabywanie warrantów...*, s. 33-34.

⁴³¹ D. Zetzsche, *Continental AG vs. Schaeffler...*, s. 10 i n.

- 15 lipca 2008 r. – Schaeffler poinformował zarząd Continental o planach dotyczących ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje Continental⁴³²;
- 28 lipca 2008 r. – Schaeffler wypowiedział kontrakt *total return swap* zawarty z Merrill Lynch ⁴³³.

Wartym zaznaczenia jest, że 15 lipca 2008 r. niemiecki regulator rynku papierów wartościowych (BaFin) zapowiedział przeprowadzenie dochodzenia w sprawie celem stwierdzenia, czy nie doszło w niej do nadużyć prawa.

2.2.5.1.4.3 Analiza

Jak wskazano powyżej, kontrakt *total return swap* uprawniał Schaeffler (podmiot zajmujący pozycję długą) do jego jednostronnego rozwiązania. To uprawnienie nie było obarczone obowiązkiem wystąpienia określonych okoliczności lub spełnienia jakichkolwiek warunków. Zawarte umowy *total return swap* jako instrumenty rozliczane gotówkowo, nie przyznawały Schaeffler uprawnienia do nabycia instrumentu bazowego. Transakcji sprzedaży akcji mogła dojść do skutku wyłącznie w przypadku zgodnej woli obu stron.

Ponadto należy wskazać na okoliczności ekonomiczne powstałe w związku z rozwiązaniem *total return swap*. W przypadku wykorzystania uprawnienia do jednostronnego wypowiedzenia umowy, Merrill Lynch również wypowiedziałyby umowy zawarte z innymi bankami, ponieważ ich podtrzymywanie byłoby pozbawione sensu ekonomicznego. Ich dalsze obowiązywanie narażałoby Merrill Lynch na ryzyko związane ze zmiennością kursów instrumentu bazowego w zakresie przekraczającym ilość posiadanych przez niego akcji. Równocześnie celem uniknięcia ekspozycji na ryzyko związane z wahaniami kursów akcji Continental, te pozostałe banki usiłowałyby sprzedać przysługujące im akcje. W rezultacie, na rynek trafiłoby 28% akcji wymienionej spółki. Spowodowałoby to powstanie istotnych różnic pomiędzy popytem a podażą tych papierów wartościowych, co skutkowałoby spadkiem ich ceny (tj. banki nie mogłyby zbyć tych akcji po cenie rynkowej, narażając się na potencjalną stratę).

Uwzględniając fakt, że *total return swap* został rozwiązany po ogłoszeniu planów przejęcia (tj. w sytuacji wzrostu wartości akcji Continental), Schaeffler, jako

⁴³² T. Regucki, *Prawne aspekty przejęć spółek giełdowych. Analiza empiryczna*, 6 marca 2014, Prezentacja.

⁴³³ D. Zetzsche, *Continental AG vs. Schaeffler...*, s. 8.

strona zyskująca na zawartym kontrakcie w związku ze wzrostem ceny instrumentu bazowego, posiadał istotne roszczenie z tego kontraktu do Merrill Lynch.

Wymienione powyżej roszczenie miało być rozliczone gotówkowo. Natomiast potencjalne wprowadzenie na rynek znacznego pakietu akcji Continental mogłoby spowodować spadek ich wartości i prowadzić do poniesienia straty przez zaangażowane banki. Wynika to z faktu, że banki nie były już chronione przed ryzykiem dotyczącym zmiennością kursów akcji. Dodatkowo, w przypadku rozliczenia gotówkowego, Schaeffler mogłoby zrezygnować z planów przejęcia. Skutkowałoby to spadkiem wartości akcji. Dlatego kontrakt został rozliczony poprzez rozliczenie rzeczywiste⁴³⁴.

Schaeffler, pomimo braku posiadania uprawnień do nabycia akcji, stworzył sytuację, która w zasadzie zmuszała kontrahenta do przekazania instrumentu bazowego (tj. akcji Continental). Z jego perspektywy inne decyzje biznesowe, niż wyrażenie zgody na rozliczenie kontraktu przez wydanie akcji byłyby ekonomicznie niezasadne. Dlatego bank zawarł z Schaeffler porozumienie, według którego zmianie uległa forma rozliczeń (tj. z gotówkowego na fizyczne wydanie instrumentu bazowego)⁴³⁵.

W wykreowanej sytuacji Schaeffler zajął pozycję *hidden owner* – ponosił on ryzyko ekonomiczne związane ze zmiennością kursów akcji Continental na bazie *total return swap*. Ponadto nie był on uprawniony do wykonywania praw organizacyjnych. Dzięki wykreowanym warunkom ekonomicznym związanym z transakcją dokonaną z Merrill Lynch oraz transakcjami zawartymi pomiędzy Merrill Lynch i pozostałymi bankami inwestycyjnymi, Schaeffler w łatwy sposób mógł wejść w posiadanie akcji Continental. Dodatkowo w analizowanym przypadku Merrill Lynch i pozostałe banki inwestycyjne można było zakwalifikować jako podmioty będące *empty voters*. Co prawda były one właścicielami akcji Continental, którym przysługiwały uprawnienia korporacyjne oraz formalne prawa majątkowe, jednak podmioty te nie ponosiły ryzyka ekonomicznego związanego z posiadaniem tych akcji.

W przypadku obu stron transakcji (zarówno Schaeffler jak i Merrill Lynch i innych banków) doszło do rozejścia się prawa własności i prawa głosu z ekonomicznym

⁴³⁴ D. Zetsche, *Continental AG vs. Schaeffler...*, s. 16 i n.

⁴³⁵ Ł. Gładki, *Nabywanie warrantów...*, s. 34.

ryzykiem związanym z posiadaniem akcji. Z tego względu można uznać, że w tej sprawie doszło do rozszczepienia praw udziałowych *sensu largo*, ponieważ wykreowany stan faktyczny był zbliżony do sytuacji, w której dwóm różnym podmiotom przysługiwałaby własność akcji i prawa majątkowe z nimi związane. Ponadto podkreślić należy, że ze względu na ukrycie swojej pozycji przez Schaeffler i próbie obejścia obowiązków notyfikacyjnych na giełdzie, ten przypadek jest doniosły z perspektywy dalszych rozważań prowadzonych w dysertacji.

2.2.5.1.4.3 Orzeczenie BaFin

W ramach postępowania prowadzonego przez BaFin nie stwierdzono naruszenia niemieckich obowiązków notyfikacyjnych. Wynikało to z faktu, że organ nadzoru nie zakwalifikował kontraktów *total return swap* jako instrumentów finansowych uprawniających do nabywania akcji wyłącznie z inicjatywy ich posiadacza. Te derywaty nie nadawały posiadaczowi żadnego formalnego roszczenia dotyczącego przekazania przez wystawcę instrumentów bazowych. Zatem nie spełniały one kryteriów ujętych w art. 13 Dyrektywy o przejrzystości oraz § 25 niemieckiej ustawy o obrocie papierami wartościowymi (*Wertpapierhandelsgesetz – WpHG*) stanowiącej jej implementację⁴³⁶.

2.3. Zjawisko tzw. parkowania akcji

W literaturze międzynarodowej zjawisko parkowania akcji określa się jako sytuację, w której dany podmiot przekazuje innej zaprzyjaźnionej osobie akcje celem ich przechowywania. Dzieje się to w celu uniknięcia obowiązków regulacyjnych lub innych obciążeń związanych z bezpośrednią własnością⁴³⁷. Podmiot przekazujący akcje zazwyczaj zachowuje możliwość elastycznego, powrotnego uzyskania ich własności lub wpływania na wykonywanie wynikających z nich praw głosu. W takim wypadku podmiot parkujący akcje może być utożsamiany z ukrytym właścicielem (*hidden owner*)⁴³⁸. Zazwyczaj parkowanie akcji jest połączone z oddzieleniem ryzyka ekonomicznego od własności akcji lub praw organizacyjnych⁴³⁹.

⁴³⁶ Ł. Gładki, *Nabywanie warrantów...*, s. 34.

⁴³⁷ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s. 666.

⁴³⁸ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt and Hybrid Decoupling...*, s. 4.

⁴³⁹ D. Zetzsche, *Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental*, "European Business Organization Law Review" 2009, tom 10, nr 1, s. 133.

Na gruncie polskiego systemu prawnego konstrukcja parkowania akcji ujęta jest w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP i określa stan, w którym jeden podmiot posiada akcje na rzecz lub zlecenie innej osoby⁴⁴⁰. Obejmuje to wszelkie czynności (formalne lub nieformalne) mogące skutkować możliwością wpływania na sposób realizacji praw korporacyjnych⁴⁴¹. Ponadto termin ten definiuje się także jako posiadanie akcji w odpowiednim rozproszeniu za pośrednictwem innych podmiotów⁴⁴² lub pośrednictwo w ich posiadaniu i wykonywaniu praw udziałowych⁴⁴³.

W doktrynie wskazuje się, że powyższe pośrednictwo powinno wynikać z umowy (w tym także dorozumianej) zawartej przez podmiot parkujący akcje oraz podmiot je przyjmujący⁴⁴⁴. Niemniej wydaje się to dosyć dużym zawężeniem definicji parkowania akcji, gdyż może ona nie obejmować stanów nieformalnych, niepowiązanych z jakąkolwiek umową, a odnoszących się raczej do relacji między stronami (np. opartych o wzajemne relacje społeczne, ekonomiczne lub autorytet podmiotu parkującego akcje). Zgodnie z powyższym należy zgodzić się z głosami doktryny wskazującymi, że parkowanie akcji dotyczy również stanów nieformalnych⁴⁴⁵.

W polskiej literaturze prawniczej podkreśla się, że parkowanie akcji może służyć jako instrument ochrony przed przejęciami⁴⁴⁶. Niemniej takie parkowanie może jednocześnie zostać wykorzystane przez podmiot przejmujący (tj. nabywanie niewielkich pakietów akcji przez zaprzyjaźnionych inwestorów, celem osiągnięcia większości głosów na walnym zgromadzeniu danej spółki)⁴⁴⁷.

W literaturze międzynarodowej wskazuje się na strategię parkowania akcji polegającą na parkowaniu akcji własnych przez spółkę u innych osób. W ramach takiej strategii zazwyczaj akcje są parkowane u zaprzyjaźnionego podmiotu, który będzie wykonywał prawa głosu zgodnie z wolą zarządu tej spółki⁴⁴⁸. Dodatkowo ten

⁴⁴⁰ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 czerwca 2018 r., o sygn. VI SA/Wa 22/18, LEX nr 2779963.

⁴⁴¹ A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, art. 87, pkt 4.

⁴⁴² M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, 2004, s. 913.

⁴⁴³ M. Mataczyński [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, s. 602.

⁴⁴⁴ A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamię akcji spółki publicznej w prawie Polskim i Europejskim*, 2016, 5. Podmiot, na którego rzecz lub zlecenie akcje posiadane są przez osobę trzecią; A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, art. 87, pkt 4.

⁴⁴⁵ M. Michalski [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, s. 527.

⁴⁴⁶ M. Michalski [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, s. 527.

⁴⁴⁷ B. Paxford [w:] H. Gronkiewicz-Waltz, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013, art. 124, nb. 1.

⁴⁴⁸ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s. 673-674.

zaprzyjaźniony podmiot nie ponosi ekonomicznego ryzyka związanego z posiadaniem akcji⁴⁴⁹.

Jedną ze strategii dokonywania takiego parkowania przez spółkę publiczną jest zawarcie kontraktu *swap*, dla którego instrumentem bazowym są akcje. W ten sposób to spółka ponosi ekonomiczne ryzyko związane z tymi akcjami, natomiast nie dysponuje ich własnością ani prawami udziałowymi. Druga strona umowy *swap* (którą zazwyczaj jest zaprzyjaźniony podmiot) w celu zabezpieczenia swojej pozycji, nabywa instrument bazowy. W tym przypadku kontrahent spółki nie ponosi ryzyka ekonomicznego związanego z posiadaniem akcji oraz jest ich właścicielem i podmiotem uprawnionym do wykonywania praw akcyjnych. Na podstawie ustaleń pomiędzy spółką a jej kontrahentem (również dorozumianych), kontrahent wykonuje prawa głosu zgodnie z intencjami zarządu tej spółki⁴⁵⁰. Przykładem takiego działania był kazu Portugal Telecom (z 2006 r.), w którym w celu obrony przed przejęciem część akcji została zaparkowana w rękach zaprzyjaźnionego podmiotu z wykorzystaniem dwóch kontraktów *swap*⁴⁵¹.

Inną praktyką w zakresie parkowania akcji własnych spółki jest przeprowadzenie skupu tych akcji, a następnie przekazanie ich do podmiotu zaprzyjaźnionego (w tym także do osób związanych ze spółką, np. członków zarządu) na podstawie umowy pożyczki⁴⁵².

Wskazać należy, że problematyka parkowania akcji jest doniosła ze względu na regulacje dotyczące obowiązków notyfikacyjnych na giełdzie, a w szczególności w świetle wspomnianego już art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP. Dlatego zagadnienia związane z tym mechanizmem były przedmiotem rozważań polskich sądów powszechnych. Poniżej zostaną zaprezentowane przykładowe schematy parkowania akcji, które miały miejsce na polskim rynku.

2.3.1 Parkowanie akcji w zagranicznej fundacji

W ramach sprawy zakończonej w pierwszej instancji wyrokiem Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego z siedzibą w Warszawie z dnia 26 września 2018 r., o sygn.

⁴⁴⁹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Equity and Debt Decoupling...*, s. 642.

⁴⁵⁰ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Equity and Debt Decoupling...*, s. 644.

⁴⁵¹ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Equity and Debt Decoupling...*, s. 645-646.

⁴⁵² W. G. Ringe, *The Deconstruction of Equity: Activist Shareholders, Decoupled Risk, and Corporate Governance*, Oxford 2016, s. 39.

VI SA/Wa 958/18, zastosowano konstrukcję, która kształtowała się w sposób opisany poniżej:

1. D.M. (osoba fizyczna) wniósł aportem akcje w spółce Y S.A. (spółka publiczna) do spółki Y sp. z o.o.;
2. następnie D.M. przeprowadził darowiznę udziałów spółki Y sp. z o.o. na rzecz zaprzyjaźnionej osoby fizycznej;
3. zaprzyjaźniona osoba fizyczna w dalszym kroku zbyła te udziały na rzecz spółki cypryjskiej (za pośrednictwem innego polskiego podmiotu);
4. spółka cypryjska była pośrednio własnością fundacji zawiązanej na Bahamach;
5. beneficjentem fundacji był D.M.

W takim stanie faktycznym *de facto* akcje spółki Y S.A. zostały zaparkowane (za pośrednictwem innych podmiotów) w zagranicznej fundacji. Formalnie D.M. nie sprawował kontroli ani nie wpływał na decyzje podejmowane w fundacji. Niemniej stwierdzono, że fundacja działała na rzecz D.M., ponieważ była zobowiązana do dokonywania przysporzeń do beneficjenta. Stwierdzono również, że ryzyko ekonomiczne związane z posiadaniem akcji obciążało D.M., tak jakby był ich właścicielem.

2.3.2 Nabywanie akcji przez podmioty zaprzyjaźnione

W sprawie, w której zapadł wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 czerwca 2018 r., o sygn. VI SA/Wa 22/18⁴⁵³, zachodził następujący stan faktyczny:

1. w omawiany schemat parkowania akcji były zaangażowane podmioty N i A (będące członkami jednej grupy kapitałowej) oraz podmioty zewnętrzne – O i V (niepowiązane);
2. N, O i V nabywały akcje w spółce Grupa Azoty S.A. (spółka publiczna notowana na GPW);

⁴⁵³ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 czerwca 2018 r., o sygn. VI SA/Wa 22/18, LEX nr 2779963.

3. nabywanie akcji w Grupa Azoty S.A. przez O i V było finansowane przez A, niemniej, umowy pożyczki nie wyznaczały celu na jaki miały być przeznaczone otrzymywane środki. Wskazać należy, że oba podmioty dokonywały zakupu akcji dających prawa głosu nie większe niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Grupy Azoty S.A.;
4. następnie O i V dokonało zbycia akcji na rzecz N i spłaciło pożyczki otrzymane od A.;
5. pomiędzy N oraz O i V nie istniały umowy zobowiązujące te dwa podmioty do dokonania sprzedaży akcji w Grupie Azoty S.A. po ich nabyciu.

W zaistniałym stanie faktycznym doszło do zaparkowania akcji w podmiotach zaprzyjaźnionych względem N (tj. O i V) celem uniknięcia obowiązków notyfikacyjnych, gdyż zdaniem sądu, O i V działały na rzecz N, pomimo braku istnienia formalnej umowy pomiędzy tymi podmiotami.

2.3.3 Usługa parkowania akcji świadczona przez dom maklerski

W ramach sprawy zakończonej wyrokiem Sądu Najwyższego z dnia 17 października 2007 r., o sygn. II CSK 248/07, stan faktyczny kształtował się w następujący sposób:

1. kadra menadżerska oraz pracownicy spółki Koszalińskie Przedsiębiorstwo Przemysłu Drzewnego S.A. (KPPD) zawiązali spółkę D w celu wykupienia pakietu akcji od Narodowego Funduszu Inwestycyjnego;
2. D dokonała nabycia wymienionych akcji oraz zawarła umowę z domem maklerskim, która zobowiązywała ten podmiot do nabycia określonej liczby akcji KPPD. Dodatkowo dom maklerski posiadał opcje zobowiązujące D do odkupu tych akcji w określonej cenie i terminie;
3. następnie D dokonała sprzedaży akcji (w takiej samej liczbie jak w przypadku liczby akcji nabytych przez dom maklerski) do T w celu ich zaparkowania z uwagi na nadchodzący termin realizacji wyżej wymienionych opcji.

W przypadku powyższego stanu faktycznego akcje KPPD były dwukrotnie parkowane przez D. W pierwszej kolejności w domu maklerskim (na okres od nabycia

przez ten dom maklerski akcji w KPPD do terminu realizacji opcji na akcje), a następnie w zaprzyjaźnionym podmiocie – T. Celem takiego parkowania akcji było uniknięcie obowiązków z historycznego art. 154 POPW, zgodnie z którym podmiot nabywający akcje w liczbie zapewniającej łącznie ponad 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu był zobowiązany do przeprowadzenia wezwania na akcje.

2.4 Znaczenie rozszczepiania uprawnień akcyjnych

Zdaniem M. Michalskiego gospodarcze znaczenie praw udziałowych może wykraczać poza ramy postrzegania ich poprzez pryzmat skondensowanej wiązki. Z tego powodu kwestia ich rozszczepiania ma szczególną doniosłość prawną⁴⁵⁴. Pogląd ten jest adekwatny do zaproponowanego w dysertacji sposobu postrzegania praw korporacyjnych jako praw, które przede wszystkim mogą pozwalać uprawnionemu na wywieranie wpływu na funkcjonowanie spółki (a nie tylko ograniczać się do roli praw akcesoryjnych). Czyni to z tych praw potencjalny, samodzielny przedmiot zainteresowania podmiotów funkcjonujących na rynku. Wynika to z faktu, że z perspektywy ekonomicznej, gdy pożądanym jest zwiększenie siły głosu na walnym zgromadzeniu, niezasadne wydaje się dokonywanie zakupu własności akcji (wiąże się to z większym obciążeniem finansowym). Bardziej efektywnym wydaje się nabycie samego prawa do wykonywania uprawnienia do głosowania. Zostało to potwierdzone w przedstawionej praktyce międzynarodowej, która była omówiona w sekcji 2.2. W szczególności należy zwrócić uwagę na teorię *a new vote buying* zaproponowaną przez H. T. C. Hu oraz B. S. Black.

Ponadto, dla wyżej wymienionego poglądu ma znaczenie zaproponowana definicja praw majątkowych, która odrywa te prawa od interesu majątkowego akcjonariusza (tj. praktyka wykazała, że prawa majątkowe często mogą nie służyć realizacji tego interesu). Jest ona doniosła ze względu na rozszczepianie praw majątkowych od własności akcji. Może to być korzystne z perspektywy gospodarczej, gdyż umożliwia obrót przyszłymi i potencjalnymi roszczeniami majątkowymi oraz pozwala na szersze ustanawianie zabezpieczeń – co jest pożądane z punktu widzenia łatwiejszego uzyskiwania finansowania i pozyskiwania środków finansowych.

Zaznaczyć należy, że w polskim środowisku prawnym możliwe jest obecnie rozszczepianie praw udziałowych *sensu largo*, co jest zwykle akceptowane przez

⁴⁵⁴ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 36.

doktrynę w części przypadków (np. udzielanie pełnomocnictw blankietowych, kontrakty *total return swap* dla których instrumentem bazowym jest akcja, krótkoterminowe pożyczki akcji, obrót prawami majątkowymi skonkretyzowanymi w postaci roszczeń). Niemniej obecnie doktryna prawa oraz orzecznictwa stanęły „w pół kroku” ponieważ niektóre przypadki rozszczepiania *sensu largo* są wciąż nieakceptowane (np. nieodwołalne pełnomocnictwo do wykonywania prawa głosu). Jednak na bazie dotychczas przedstawionej argumentacji, nie ma solidnych podstaw prawnych i instytucjonalnych dla funkcjonowania zakazu rozszczepiania (lub zasady nierozszczepiania). Dodatkowo należy wziąć pod uwagę fakt, że rozszczepianie *sensu stricte* jest akceptowane na poziomie ustawowym (w przypadku obrotu kuponami dywidendowymi, ustanawiania zastawu i użytkowania, dnia rejestracji uczestnictwa i niezamrażania akcji na okres pomiędzy tym dniem a dniem walnego zgromadzenia). Dlatego zasadnym jest uznanie przynajmniej możliwości rozszczepiania praw *sensu largo*.

Ponadto można zwrócić uwagę za M. Michalskim⁴⁵⁵, że w innych jurysdykcjach rozszczepianie *sensu stricte* ma rozbudowaną praktykę. Przykładem są uwzględnione w art. 228-230 francuskiego *Code de commerce* certyfikaty inwestycyjne (*des certificats d'investissement*) oraz certyfikaty głosowe (*Le certificat de droit de vote*). Pierwsze dotyczą praw majątkowych z akcji. Drugie natomiast zawierają uprawnienie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu oraz prawa głosu, a także możliwość żądania informacji o spółce⁴⁵⁶.

Z drugiej strony takie rozszczepianie praw może służyć nadużyciom na rynku. Kreowanie sytuacji, gdy prawa majątkowe, prawa korporacyjne lub prawo własności akcji przysługuje dwóm różnym podmiotom tworzy sytuację powstawania tzw. „pustych głosów”. W takiej sytuacji, jak już omówiono, podmiot wykonywający prawa głosu nie ponosi w związku z nimi ekonomicznego ryzyka, przez co może podejmować negatywne decyzje biznesowe z pokrzywdzeniem innych akcjonariuszy. Rozszczepianie praw może także służyć obejściu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych dotyczących podmiotów funkcjonujących w obrocie zorganizowanym.

⁴⁵⁵ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 37.

⁴⁵⁶ P. Didier, *Droit commercial*, Paryż 1993, s. 75; F. Auckenthaler, *Droit des Marches de Capitaux*, Paryż 2004, s. 44.

Rozdział 3. Obowiązki nabywców dużych pakietów akcji wynikające z prawa rynku kapitałowego

3.1 Wprowadzenie

Poprzednia część dysertacji skupiła się na zagadnieniach związanych z istotą praw akcyjnych oraz na problematyce ich rozszczepiania. Jednak, biorąc pod uwagę tematykę i cel pracy doktorskiej, równie istotne są regulacje dotyczące obowiązków nabywców (lub zbywców) znacznych pakietów akcji wynikające z prawa rynku kapitałowego.

Normy kształtujące wymienione obowiązki mają duże znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania obrotu na rynkach regulowanych⁴⁵⁷. Historycznie dochodziło jednak do ich omijania z wykorzystaniem mechanizmów bazujących na rozszczepianiu praw akcyjnych, co z kolei mogło prowadzić do ujemnych skutków ekonomicznych, a także zaburzać transparentność rynku.

Do grona powyższych obowiązków należy zaliczyć przede wszystkim wymogi notyfikacyjne i informacyjne mające za zadanie zapewnić transparentność oraz efektywność rynku kapitałowego, a także zadbać o bezpieczeństwo obrotu, stanowiące podstawę budowania zaufania inwestorów⁴⁵⁸. Drugą kategorią wymogów zaliczanych do powyższej grupy są tzw. obowiązki ogłoszenia wezwania na akcje (obowiązki wezwaniowe⁴⁵⁹). Mają one na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych, a także zapewnienie, że premia za kontrolę zostanie rozdysponowana pomiędzy wszystkich akcjonariuszy sprzedających posiadane akcje⁴⁶⁰.

⁴⁵⁷ R. F. Szymański, *Naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 6, s. 46.

⁴⁵⁸ T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 33 i nast.; R. F. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013, s. 19 i nast.

⁴⁵⁹ Pojęciem „obowiązki wezwaniowe” posługują się m.in. R. Woźniak, *Rozdzielność majątkowa małżonków a domniemanie istnienia porozumienia - glosa do wyroku Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z 27.02.2020 r.*, VI SA/Wa 884/19, „Glosa” 2022, nr 3, s. 24-32; M. Stanik, *Zasada przejrzystości stosunków korporacyjnych w polskim prawie grup spółek*, Warszawa 2017; P. Wajda [w:] P. Wajda, *Stanowisko KNF w zakresie realizacji obowiązków wezwaniowych z ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2022, nr 2, s. 10-21.

⁴⁶⁰ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki...*, s. 23.

3.2 Transparentność rynku oraz ochrona inwestorów i akcjonariuszy mniejszościowych

Przed rozpoczęciem rozważań dotyczących obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych należy przeprowadzić analizę podstaw aksjologicznych tych mechanizmów. W szczególności będzie to dotyczyć ochrony inwestorów na rynku kapitałowym oraz ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Jednak w pierwszej kolejności koniecznym jest poruszenie kwestii transparentności rynku kapitałowego, jego efektywności, a także zjawiska asymetrii informacji, gdyż mają one charakter pierwotny wobec wyżej przytoczonych wartości. W tym względzie niepodlegającym dyskusji jest fakt, że uczestnicy rynku (inwestorzy, akcjonariusze większościowi i mniejszościowi) winni mieć zapewniony jednakowy i równoczesny dostęp do tych samych informacji⁴⁶¹. Jednak jest to niejako stan idealny, który nie może być osiągnięty z uwagi na ogólną specyfikę rynku (pełnej efektywności rynku i stanu braku asymetrii informacyjnej nie da się osiągnąć w praktyce). Niemniej celowym jest dążenie do zapewnienia jak najwyższego poziomu jego transparentności – co przekłada się na wzmocnienie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych.

3.2.1 Transparentność rynku kapitałowego

3.2.1.1 Efektywność rynku kapitałowego

Efektywny rynek giełdowy pozwala na właściwą alokację zasobów w oparciu o wyceny derywatów, przeprowadzane z wykorzystaniem dostępnych publicznie informacji. Innymi słowy, rynek jest efektywny, kiedy wyceny rynkowe instrumentów finansowych dostarczają właściwych sygnałów dla alokacji zasobów⁴⁶². Oznacza to, że stan efektywności jest osiągnięty, gdy te informacje są wyrażone i uwzględnione w kursach instrumentów finansowych⁴⁶³. Wówczas inwestorzy posiadają ujednoczony dostęp do informacji na temat emitenta, papierów wartościowych, a także przeprowadzanych na rynku transakcji, cechujących się znacznym poziomem

⁴⁶¹ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 czerwca 2008 r., o sygn. VI SA/Wa 541/08, LEX nr 499934; wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 27 stycznia 2005 r., o sygn. VI SA/Wa 501/04, LEX nr 841523; J. Majewski, *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrekcji w obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 9, s. 20-21; L. V. Ryan, *Wyzwania moralne w czasach transformacji gospodarczej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1996, zeszyt 1, s. 45.

⁴⁶² P. Wajda, *Efektywność...*, s. 87.

⁴⁶³ E. Fama, *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, nr 2, s. 383-417; R. Gilson, R. R. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, „Virginia Law Review” 1984, tom 70, nr 4, s. 554; K. Cuthbertson, *Quantitative Financial Economic. Stocks, bonds and foreign Exchange*, Chichester 1996, s. 93.

istotności (tj. asymetria informacyjna nie zachodzi). Dzięki temu inwestorzy dysponują równą wiedzą dotyczącą zdarzeń mogących mieć wpływ na kształtowanie się kursów instrumentów finansowych – zdarzeń mających charakter cenotwórczy⁴⁶⁴. Efektywność rynku kapitałowego polega na m.in. poprawnym, szybkim i dokładnym wyrażeniu określonego rodzaju informacji w wartościach derywatów. Prowadzi to do stwierdzenia mówiącego, że rynek będzie efektywny, w przypadku, gdy na podstawie informacji posiadanych przez jego uczestników, nie da się systematycznie osiągnąć wyższych niż normalne stóp zwrotu⁴⁶⁵. Dysponują oni zatem równą wiedzę o faktach mających wpływ na wycenę instrumentów finansowych⁴⁶⁶. W ramach samej efektywności rynku kapitałowego można wyróżnić trzy elementy składowe, tj. rynek może być efektywny w ujęciu alokacyjnym, transakcyjnym oraz informacyjnym⁴⁶⁷. Pierwszym z nich jest efektywność w ujęciu alokacyjnym. Oznacza ona, że kapitał powinien być dostarczany w pierwszej kolejności do emitentów posiadających najlepsze możliwości inwestycyjne i zapewniających najlepszy stosunek ryzyka inwestycyjnego i potencjalnego zwrotu z dokonanej inwestycji. Druga cecha efektywnego rynku jest związana z zachodzącymi na nim transakcjami. Przejawia się ona w sytuacji, gdy koszt zawieranych transakcji jest niski oraz ich wolumen skutkuje dużą płynnością instrumentów finansowych. Ostatnie kryterium efektywności rynku to efektywność w ujęciu informacyjnym. Oznacza ona, że rynek giełdowy jest efektywny, gdy informacje dotyczące emitentów i ich papierów wartościowych są przekazywane natychmiastowo oraz równocześnie do wszystkich jego uczestników, dzięki czemu ceny instrumentów finansowych stanowią pełne odzwierciedlenie dostępnych informacji. Innymi słowy inwestorzy mają równy dostęp do informacji o funkcjonowaniu emitenta, wyemitowanych przez niego papierach wartościowych oraz sile popytu i podaży, co pozwala na szybkie uwzględnienie tych informacji w wycenie instrumentów finansowych⁴⁶⁸.

Efektywność informacyjna jest kluczowa dla odpowiedniego działania rynku (tj. dla jego stabilności oraz samego bezpieczeństwa obrotu na nim)⁴⁶⁹. Ponadto ma

⁴⁶⁴ M. Iwanicz-Drozdowska, R. Bartkowiak [w:] M. Iwanicz-Drozdowska, *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, Warszawa 2002, s. 431-432.

⁴⁶⁵ M. Grotowski, K. Wyroba, *Efektywność informacyjna polskiego rynku walutowego – analiza wstępna*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 1, s. 66.

⁴⁶⁶ P. Wajda, *Efektywność...*, s. 88.

⁴⁶⁷ P. Wajda, *Efektywność...*, s. 89.

⁴⁶⁸ P. Wajda, *Efektywność...*, s. 89.

⁴⁶⁹ P. Wajda, *Efektywność...*, s. 89.

istotny i zasadniczy wpływ na pozostałe elementy składowe ogólnej efektywności rynku⁴⁷⁰. Dlatego przekłada się ona na to, jak dobrze rynek może spełniać swoje zadania⁴⁷¹. Dodatkowo ma doniosłe znaczenie z perspektywy rozważań prowadzonych w toku dysertacji, gdyż sam fakt rozszczepiania praw akcyjnych i jego oddziaływanie na obowiązki informacyjne lub wezwaniowe wywiera bezpośredni skutek w obszarze efektywności informacyjnej rynku (oraz jego własnej efektywności w szerszym rozumieniu).

Stan, w którym rynek jest w pełni efektywny (w rozumieniu przedstawionym powyżej) wydaje się nieosiągalny – przynajmniej w miarodajnym okresie czasu. Osiągnięcie pewnego stopnia optimum informacyjnego jest możliwe w jednostkowych przypadkach / w krótkich momentach. Jednak nie może istnieć doskonała efektywność. Rynek może być jedynie efektywny w wystarczającym stopniu⁴⁷² (np. w celu zapewnienia rozsądnego poziomu ochrony jego transparentności).

Dodatkowo niekiedy wskazuje, że w ramach efektywnego rynku nie można w pełni oczekiwać, iż notowania wszystkich instrumentów finansowych, w sposób ciągły i długotrwały będą przedstawiać ich rzeczywistą wartość. Na rynku mogą występować pewne wahania (względem rzeczywistej wartości derywatów), natomiast ważnym jest, aby były one przypadkowe, niezależne od dodatkowych czynników. Ponadto prawdopodobieństwa przewartościowania i niedowartościowania papierów wartościowych powinny być równe, a same wahania powinny występować z niską częstotliwością⁴⁷³.

3.2.1.2 Asymetria informacji na rynku kapitałowym

Zjawisko asymetrii informacji na rynku kapitałowym polega na tym, że uczestnicy tego rynku mają dostęp do różnego zakresu informacji (tj. dostępny zakres informacji jest dla nich zróżnicowany)⁴⁷⁴. Skutkiem tego jest sytuacja, w której nabywca mając niewystarczający zakres informacji, ponosi ryzyko zapłaty zbyt dużej ceny za dane dobro. W celu kompensacji tego ryzyka, może on oczekiwać obniżki ceny (o tzw.

⁴⁷⁰ J. Socha, *Rynek. Giełda. Inwestycje*, Warszawa 1998, s. 18-19.

⁴⁷¹ T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek...*, s. 248.

⁴⁷² J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens w prawie spółki akcyjnej - analiza prawno-ekonomiczna*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2007, nr 2, s. 165.

⁴⁷³ A. Damodaran, *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, Nowy Jork 2002, s. 115.

⁴⁷⁴ N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation (Oxford European Union Law Library)*, Oksford 2016, s. 56.

premię za ryzyko), dla zapewnienia sobie środków na pokrycie ewentualnych, nieoczekiwanych kosztów związanych z odtworzeniem wartości tego dobra. W przypadku rynku kapitałowego, asymetria informacyjna prowadzi do obniżenia wydajności tego rynku, podnosząc koszty pozyskiwania kapitału oraz zmniejszając jego płynność⁴⁷⁵. Dlatego też może ona zakłócać ekonomicznie efektywne funkcjonowanie rynku⁴⁷⁶.

Brak efektywności informacyjnej rynku (tj. występowanie znacznej asymetrii informacji) prowadzi również do nieefektywnego ekonomicznie wykorzystania kapitału, czyli obniża efektywność alokacyjną tego rynku. Ponadto wpływa to też na wyżej opisane ujęcie transakcyjne, gdyż powoduje stałe obniżanie jego głębokości, szerokości i płynności⁴⁷⁷.

W przypadku obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych, najdonioślejsze znaczenie dla nich ma asymetria informacji występująca pomiędzy poszczególnymi grupami inwestorów (tj. między uczestnikami rynku, w tym potencjalnymi inwestorami, akcjonariuszami mniejszościowymi i większościowymi). Warto wskazać, że na rynku kapitałowym występują nie tylko wyspecjalizowane podmioty, fundusze inwestycyjne albo profesjonalni inwestorzy indywidualni, ale także typowe gospodarstwa domowe czy zwykli ludzie lokujący swoje środki. Oczywistym jest, iż dostęp wymienionych typów uczestników rynku do informacji jest zasadniczo bardzo odmienny i zróżnicowany. Część z nich (tj. podmioty profesjonalne) posiada dostęp do wyspecjalizowanych serwisów informacyjnych (co wiąże się z ponoszeniem dodatkowych wydatków na nabycie odpowiednich subskrypcji), a także zatrudnia specjalistów dysponujących profesjonalną wiedzą oraz cechujących się znajomością rynków i konkretnych spółek publicznych. Profesjonaliści ponadto posługują się najlepszymi modelami inwestycyjnymi umożliwiającymi dywersyfikację ryzyka. Natomiast przeciętni indywidualni inwestorzy mają zazwyczaj ograniczony dostęp do informacji, zwykle korzystając jedynie z Internetu albo z gazet lub telewizji. Co więcej nawet pomiędzy podmiotami profesjonalnymi może występować zróżnicowanie w

⁴⁷⁵ J. L. Hansen, *The Trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2003, tom. 1, nr 1, s. 83.

⁴⁷⁶ S. Ostasiewicz, *Asymetria informacji na rynku ubezpieczeniowym* [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, *Inwestycje finansowe i ubezpieczeniowe - tendencje światowe a polski rynek*, Wrocław 2002, s. 179; S. Flejterski, *Zaufanie do instytucji bankowo-finansowych jako fundament stabilnego systemu finansowego* (w:) J. Nowakowski, T. Famulska, *Stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego*, Warszawa 2008, s. 22-23.

⁴⁷⁷ P. Wajda, *Efektywność...*, s. 90-91.

dostęp do informacji. Wynika to z faktu, że ze względu na dostęp do różnych źródeł wiedzy (czy to zinstytucjonalizowanej czy polegającej i uzyskiwanej na bazie relacji społecznych lub ekonomicznych pracowników podmiotu profesjonalnego), część istotnych informacji może być dostępna tylko do wąskiego grona uczestników rynku⁴⁷⁸. Osoby te posiadają przewagę informacyjną w stosunku do pozostałych uczestników rynku i dzięki temu mogą osiągnąć ich kosztem zyski⁴⁷⁹.

Profesjonalne podmioty posiadają narzędzia pozostające poza zakresem dostępnym dla drobnych inwestorów. Ponadto poprzez wykorzystywanie odmiennych źródeł informacji, taki dostęp może się różnić nawet w obrębie tej samej grupy uczestników rynku. Dlatego istnieje ryzyko dotyczące wystąpienia sytuacji, w której osoby z większą wiedzą i przewagą informacyjną mogą wykorzystać tę przewagę przeciwko podmiotom niemającym dostępu do określonych informacji. Stanowi to podstawowe zagrożenie dla zasad funkcjonowania rynku. Niemniej jednak nawet regulacje umożliwiające najszybszy i kompleksowy sposób notyfikacji nie są w stanie zapewnić, że wszyscy uczestnicy rynku będą mieli równy dostęp do informacji. Zatem idealny stan równowagi w tym zakresie jest nieosiągalny. Dlatego asymetrię informacyjną należy uznać za naturalne zjawisko dla obrotu na rynku regulowanym. Ten fakt jest asumptem dla ustanowienia obowiązujących przepisów wymagających ujawnienia informacji posiadanych przez poszczególnych uczestników rynku. Ich celem przede wszystkim jest likwidowanie nierówności i ochrona dostępu do rzetelnych, pełnych i relewantnych informacji, w taki sposób, aby wszyscy jego uczestnicy mieli równe szanse na uzyskanie informacji ważnych dla oszacowania wartości instrumentów finansowych (w tym akcji)⁴⁸⁰.

Jak już wspomiano obowiązki analizowane w toku dysertacji zostały wprowadzone w celu zwiększenia przejrzystości informacji na rynku kapitałowym, co ma poprawiać jakości inwestycji. Dodatkowo mają one funkcję sygnalizacyjną dla innych inwestorów⁴⁸¹. Obowiązki informacyjne usprawniają wycenę akcji i cechują się wysoką doniosłością z perspektywy ładu korporacyjnego. Poprawiają efektywność kontroli i zarządzania emitentami. Natomiast ich najważniejszym zadaniem jest

⁴⁷⁸ R. F. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki...*, 2. Zjawisko asymetrii informacji między spółką a inwestorami, akapit 12.

⁴⁷⁹ T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 99.

⁴⁸⁰ R. F. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki...*, 2. Zjawisko asymetrii informacji między spółką a inwestorami, akapit 12-16.

⁴⁸¹ A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, 2009, s. 118.

ograniczanie przeprowadzania szkodliwych dla rynku transakcji zawieranych pomiędzy jego uczestnikami⁴⁸².

Asymetria informacyjna jest inherentnym zjawiskiem występującym na rynku kapitałowym, jednakże nie powinna ona odnosić się do informacji cechujących się wysokim poziomem doniosłości dla inwestorów⁴⁸³. Wszelkie działania, które prowadzą do powstania asymetrii informacyjnej oraz ograniczenia równego dostępu wszystkich uczestników rynku do informacji w celu dokonywania nadużyć – należy jednoznacznie skrytykować i uznać za generalnie szkodliwe⁴⁸⁴.

W zakresie samej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, jasny i klarowny dostęp do informacji pozwala im podjąć decyzję na temat wyjścia ze spółki (lub pozostania w niej) w przypadku zdarzeń dotyczących transakcji przeprowadzanych na znacznych pakietach akcji. Prawnie wyjście możliwe jest poprzez ustanowienie obowiązków wezwaniowych, które obarczają podmioty przejmujące kontrolę nad emitentem. Dlatego wymóg wezwania na akcje jest swoistym przedłużeniem obowiązków notyfikacyjnych w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, poprawiającym jej poziom i wzmacniającym tę ochronę.

3.2.1.3 Zasada transparentności rynku kapitałowego

Zasada transparentności rynku kapitałowego jest uważana za jego fundament⁴⁸⁵. Jest na niej oparty cały obrót papierami wartościowymi⁴⁸⁶ i stanowi konstytutywną cechę takiego rynku⁴⁸⁷. Transparentność pozwala na jego prawidłowe funkcjonowanie. Zgodnie z tą zasadą wszelka infrastruktura ma za zadanie zapewnienie równego dostępu do informacji jego wszystkim uczestnikom. Wynika to z faktu, że informacje mogą mieć wpływ na kurs określonych derywatów i stanowić cenny zasób pozwalający na osiągnięcie ponadstandardowych zysków. Wskazuje się, iż zasada przejrzystości składa się z dwóch kluczowych elementów – tj. obowiązków informacyjnych emitentów oraz równego i ogólnego dostępu do informacji⁴⁸⁸. Przy

⁴⁸² T. Sójka, *Obowiązki informacyjne...*, s. 39.

⁴⁸³ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 20 grudnia 2017, o sygn. VI SA/Wa 1295/17, LEX nr 2596356.

⁴⁸⁴ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 28 września 2017, o sygn. VI SA/Wa 386/17, LEX nr 2781613.

⁴⁸⁵ L. Sobolewski [w:] S. Włodyka, *Prawo...*, s. 1018.

⁴⁸⁶ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 listopada 2021 r., o sygn. VI SA/Wa 2355/21, LEX nr 3309573.

⁴⁸⁷ J. Jastrzębski, *O unijnym...*, s. 9.

⁴⁸⁸ A. Stokłosa [w:] S. Syp, A. Stokłosa, *MAR...*, art. 7, akapit 7-12.

czym należy podkreślić, że obowiązek przekazywania informacji nie dotyczy wyłącznie notowanych spółek publicznych, ale obarcza każdego uczestnika rynku. Jego treścią jest notyfikacja wszelkich ważnych zdarzeń mogących mieć wpływ na rynkową wycenę papierów wartościowych⁴⁸⁹.

Zasada transparentności ma swoją podstawę normatywną w art. 14 ust. 1 UOIF. Zgodnie z nim, rynkiem regulowanym jest działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, który przede wszystkim zapewnia inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej. Wspomniany przepis stanowi implementację MIFID II do polskiego porządku prawnego. Bezpośrednim jego źródłem jest art. 4 ust. 1 pkt 21 MIFID II.

Pełna transparentność rynku (tj. sytuacja pełnego i równego dostępu do informacji dla jego uczestników) ujęta przez art. 14 ust. 1 UOIF jak już wspomniano jest nieosiągalna. Jednak przepis ten powinien być interpretowany w ten sposób, że jego celem jest dążenie do osiągnięcia stanu maksymalnie zbliżonego do sytuacji określonej powyżej (tj. pełnej transparentności rynku). Przy czym należy mieć na uwadze, że nie jest to dyrektywa absolutna. Idee przez nią reprezentowane mogą kolidować z innymi powszechnie akceptowanymi wartościami. Dlatego też nie powinno dochodzić do przeregulowania analizowanego obszaru i obarczania uczestników rynku obowiązkami dotyczącymi raportowania informacji nieistotnych (tj. niemających wystarczającej doniosłości dla rynku) lub informacji, których ujawnienie byłoby po prostu szkodliwe dla emitenta (np. ujawnianie tajemnicy przedsiębiorstwa).

Normatywnie istnieje wiele instrumentów prawnych mających za zadanie ochronę i budowanie transparentności rynku kapitałowego. Przykładem w tym zakresie może być obowiązek publikowania informacji poufnych (tj. mających istotny wpływ na kurs instrumentów finansowych) lub obowiązki raportowe emitentów (bieżące i okresowe). Podkreślić należy, że obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji również realizują to zadanie.

Celem przepisów chroniących i budujących transparentny rynek kapitałowy jest przede wszystkim umacnianie zaufania inwestorów do rynku kapitałowego, ochrona

⁴⁸⁹ J. Jastrzębski, *O unijnym...*, s. 9.

nieprofesjonalnych inwestorów oraz optymalizacja funkcjonowania mechanizmu cenowego rynku akcji⁴⁹⁰.

3.2.2 Ochrona inwestorów na rynku kapitałowym

Ochrona inwestorów na rynku kapitałowym jest ważnym zagadnieniem z punktu widzenia obowiązków notyfikacyjnych, gdyż jest ona jednym z ich głównych celów. W literaturze prawniczej wskazuje się, że obowiązki notyfikacyjne nabywców znacznych pakietów akcji są jednym z istotniejszych elementów ochrony inwestorów poprzez zapewnienie przejrzystości informacyjnej na rynku kapitałowym⁴⁹¹.

Sama ochrona inwestorów wynika z przekonania, że inwestorzy są zazwyczaj niedoinformowani, nie wykazują inicjatywy do poszukiwania istotnych informacji, oraz nie byłoby w stanie podjąć poprawnych decyzji inwestycyjnych nawet gdyby dysponowali koniecznymi informacjami⁴⁹². Podkreśla się, że głównym celem regulacji ustanawiających ochronę inwestorów jest wykreowanie środowiska, w którym przedsiębiorcy będą mieli łatwy dostęp do kapitału⁴⁹³. Niewystarczający poziom ochrony może przyczynić się do rezygnacji z alokowania kapitału i wycofywania go z rynku⁴⁹⁴. Badania empiryczne w tym zakresie potwierdziły, że zachodzi związek pomiędzy stopniem ochrony inwestorów oraz wzrostem ekonomicznym i rozwojem gospodarki. W państwach, w których poziom ten był niski, generalnie funkcjonowały mniejsze i gorzej rozwinięte rynki finansowe (cechujące się niższą kapitalizacją, płynnością, wartością transakcji oraz liczbą uczestników)⁴⁹⁵. Dlatego też w literaturze prawniczej wskazuje się, że zachodzi pewna zależność pomiędzy ochroną inwestorów a efektywnością rynków. Odpowiedni poziom efektywności rynków jest możliwy do osiągnięcia wyłącznie w przypadku należytego zabezpieczania praw i interesów inwestorów⁴⁹⁶.

Ochrona inwestorów jest przewidziana normatywnie jako jeden z celów nadzoru nad rynkiem kapitałowym (art. 4 ust. 1 NRK). Jego realizacja pozostaje w sferze

⁴⁹⁰ T. Sójka, *Obowiązki informacyjne...*, s. 33-35.

⁴⁹¹ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 2.

⁴⁹² J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens...*, s. 150.

⁴⁹³ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, „Virginia Law Review” 1984, tom 70, s. 669; R. Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, „The Yale Law Journal”, tom 107, nr 8, s. 2359 i n.

⁴⁹⁴ F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1996, s. 226.

⁴⁹⁵ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, tom 58, nr 1-2, s. 24.

⁴⁹⁶ P. Wajda, *Efektywność...*, s. 21-22.

obowiązków KNF. Na gruncie ogólnoeuropejskim zadanie to obarcza ESMA. Natomiast w Stanach Zjednoczonych powinność ochrony inwestorów ciąży na SEC (przy czym SEC jest uprawniony do podejmowania z własnej inicjatywy wszelkich działań koniecznych dla zapewnienia tej ochrony)⁴⁹⁷.

Podkreślenia wymaga kwestia, że zakres ochrony przyznanej inwestorom ma zapewnić możliwość świadomego ponoszenia określonego ryzyka, przy czym nie powinien on limitować modernizacji i innowacji finansowej. Wynika to z faktu, że przyczyniają się one do faktycznego rozwoju przedsiębiorstw i zwiększaniu poziomu inwestycji. Normy budujące należytą ochronę inwestora nie mają za zadanie zastępować przeprowadzania kalkulacji ryzyka (lub jego analiz). Ich celem jest zagwarantowanie odpowiednich warunków dla uczciwej, kompleksowej i poprawnej oceny tego typu ryzyka. Nie można ich natomiast utożsamiać z pełnym wykluczeniem ryzyka inwestycyjnego. Posiadają one rolę eliminacji ryzyk wynikających z nieuczciwych działań lub nadużyć innych uczestników rynku⁴⁹⁸.

Ochrona inwestorów nie jest dyrektywą totalną i bezwzględną. Podkreślić należy, że jest ona delimitowana dążeniem do osiągnięcia efektywności rynku. Ochrona ta nie powinna tworzyć uwarunkowań zaburzających pewien stan równowagi i zakłócających jego efektywne ekonomiczne funkcjonowanie⁴⁹⁹. Dlatego stan przeregulowania obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji w sposób prowadzący do nakładania zbyt daleko idących powinności raportowych może nie być uzasadniony taką ochroną. W szczególności dotyczy to wprowadzania i ustanawiania wymogów upubliczniania informacji zasadniczo nieistotnych lub wprowadzających w błąd. W tym zakresie wszelkie normy rozszerzające zakres obowiązków notyfikacyjnych powinny być należycie uzasadnione.

3.2.3 Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych

Zadaniem regulacji ustanawiających obowiązki wezwaniowe jest przede wszystkim zapewnienie ochrony dla akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych. Dlatego koniecznym jest przeprowadzenie krótkiej analizy wartości związanych z podstawami stosowania ochrony akcjonariuszy mniejszościowych.

⁴⁹⁷ Dybiński [w:] M. Stec, *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4*, 2016..., s. 1307.

⁴⁹⁸ Dybiński [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 1306.

⁴⁹⁹ P. Wajda, *Efektywność...*, s. 282.

Na wstępie należy wskazać, że akcjonariusz mniejszościowy, to taki akcjonariusz, który dysponuje określoną liczbą akcji reprezentujących część kapitału zakładowego lub ułamkiem ogólnych praw głosów w spółce. W doktrynie postuluje się także szerokie ujęcie zakresu tego pojęcia. Zgodnie z nim akcjonariuszem mniejszościowym będzie także każdy podmiot posiadający realny wpływ na spółkę (a więc niekoniecznie podmiot posiadający akcje lub prawa głosu)⁵⁰⁰. W ujęciu szerokim akcjonariuszami mniejszościowymi będą podmioty, które nie dysponują bezpośrednio akcjami lub prawem głosu, ale prawa głosu zostały im przypisane na podstawie art. 87 UOP, a także posiadacze instrumentów finansowych (określonych w art. 69b UOP). Zatem w tak zakrojonej definicji będą mieściły się sytuacje prowadzące do rozszczepienia praw akcyjnych i będzie ona uwzględniała również podmioty posługujące się wyłącznie prawami korporacyjnymi (np. podmiot będący *hidden owner* według nazewnictwa teorii a *new vote buying*). Jednak ich ochrona nie jest uzasadniona w każdym przypadku. Niezasadne wydaje się na przykład ujęcie w ramach obowiązków wezwaniowych (w okolicznościach zmajoryzowania spółki publicznej) powinności dla podmiotu przekraczającego próg określony w art. 73 UOP do nabywania instrumentów finansowych innym niż akcje lub umożliwienie innym uczestnikom rynku wyjścia ze stanów przypisania praw głosu w zmajoryzowanej spółce zgodnie z art. 87 ust. 1 UOP. W takich okolicznościach uprawnieni (tj. podmioty, do których przypisano prawa głosu) nie mają podstaw aksjologicznych do otrzymywania tzw. premii za kontrolę. Niemniej nic nie stoi na przeszkodzie, aby w treści czynności powodującej stosunek przypisania uwzględniono zobowiązanie posiadacza akcji do przekazania tego typu premii, które byłoby zabezpieczone np. wysoką karą umowną.

Sama ochrona akcjonariusza jest rezultatem zasady rządów większości nad mniejszością (tzw. zasada majoryzacji). W spółkach kapitałowych decyzje zapadające dla przykładu na walnym zgromadzeniu są podejmowane większością głosów. Dlatego to większość narzuca swoją wolę mniejszości. Przy czym ta większość może nie wynikać z posiadania więcej niż 50% praw w danej spółce, gdyż część akcjonariuszy może być po prostu bierna (tj. część z nich może być biernymi inwestorami)⁵⁰¹. Wspomniana zasada stanowi podstawowy argument dla ochrony akcjonariuszy

⁵⁰⁰ P. Błaszczuk, *Ochrona współnika mniejszościowego spółki zależnej*, 2013, rozdział I., 2.1. Pojęcie i charakter prawny ochrony współnika mniejszościowego w spółkach kapitałowych, akapit 4.

⁵⁰¹ D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy...*, s. 11.

mniejszościowych, ponieważ decyzje większości mogą być niekorzystne dla mniejszości, a ponadto, mniejszość jest stroną słabszą w stosunku korporacyjnym (i z tego względu może wymagać dodatkowej ochrony).

Przejawem ochrony akcjonariuszy są obowiązki wezwaniowe. Mają one za zadanie umożliwienie akcjonariuszom mniejszościowym wyjścia ze spółki publicznej. Ogłaszanie wezwania na akcje ma ograniczyć również oddziaływanie zakupu znacznych pakietów akcji na wahania ich kursów (ochrona przed zaniżeniem kursu akcji)⁵⁰². Równocześnie kontrola nad spółką reprezentuje pewną wartość majątkową ujętą w cenie nabycia, którą to określa się jako premię za kontrolę. W przypadku przejmowania danego emitenta, kwota należna za akcje uwzględnia nie tylko samą ich wartość (reprezentujących ogólną wartość spółki), ale także premię za kontrolę. Po przejściu kontroli kurs pozostałych akcji (tj. nie wykupionych w ramach oferty publicznej) ulega obniżeniu – z uwagi na fakt, iż wspomniana premia zostaje skonsumowana⁵⁰³.

Zatem na gruncie obowiązków wezwaniowych zasadne jest przyznawanie ochrony akcjonariuszom mniejszościowym (poprzez zabezpieczenie kursu / umożliwienie im wyjścia ze spółki) w każdym przypadku, gdy kontrola nad spółką publiczną jest faktycznie przejmowana. Dotyczy to sytuacji nie tylko osiągnięcia progu ustawowego poprzez bezpośrednią własność akcji, ale również we wszystkich pozostałych przypadkach – gdy podmiot obowiązany może faktycznie sprawować kontrolę (np. poprzez wpływ na sposób wykonywania prawa głosu reprezentującego co najmniej 50% ogółu tych praw).

3.3 Źródła regulacji z zakresu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych

Podstawą obowiązywania norm prawnych dotyczących obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji wynikających z prawa kapitałowego jest ustawodawstwo krajowe. Niemniej w tym zakresie doniosłe jest także prawo unijne, ponieważ kształt polskich regulacji jest zdeterminowany normami dyrektyw uchwalonych na poziomie UE. Przepisy krajowe dotyczące omawianych obowiązków stanowią ich implementację do polskiego porządku prawnego. Skutkiem tego jest uwarunkowanie sposobu

⁵⁰² A. Chłopecki, M. Dyl [w:] A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych...*, rozdział VIII, § 51, VII Szczególne mechanizmy ochronne na rynku regulowanym, nb. 170.

⁵⁰³ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 73, nb. 2.

wykładni właściwych regulacji poprzez pryzmat prawa unijnego. W ramach procesu interpretacji polskich przepisów winno się brać pod uwagę funkcje oraz cele wynikające z regulacji wspólnotowych bezpośrednio skutecznych lub wymagających transpozycji do krajowego porządku prawnego – tj. dyrektyw⁵⁰⁴.

3.3.1 Prawo unijne

Pierwszym typem źródeł prawa dla norm dotyczących obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji jest prawo unijne. Jego celem jest harmonizacja omawianych konstrukcji w różnych porządkach prawnych państw członkowskich UE, a także realizacja postulatu wspólnego rynku wewnętrznego⁵⁰⁵.

Zaznaczyć należy, że na poziomie wspólnotowym kwestie dotyczące obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji są uregulowane w dyrektywach. W zakresie harmonizacji dyrektywy są najważniejszym instrumentem prawodawstwa UE⁵⁰⁶. Kierowane są one do państw członkowskich i nakładają obowiązek zapewnienia pełnej skuteczności, zgodnie z ich założonymi celami. Niemniej w procesie wdrażania dyrektyw do lokalnego porządku prawnego, istnieje swoboda co do wyboru metody implementacji⁵⁰⁷.

Pierwszym przytoczonym źródłem omawianych regulacji jest Dyrektywa o przejrzystości⁵⁰⁸. Reguluje ona przede wszystkim kwestie okresowych i stałych obowiązków informacyjnych spółek publicznych (art. 1 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości). Przedmiotem jej materii są m.in. roczne oraz półroczne raporty finansowe, międzyokresowe sprawozdania zarządu oraz obowiązki informacyjne *sensu stricto*. Dla celów dysertacji istotne są obowiązki wymienione w rozdziale III, części I tej dyrektywy – tj. dotyczące informacji o znaczących pakietach akcji.

⁵⁰⁴ M. Mataczyński [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Europejskie prawo spółek. Tom II. Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej. Część 2*, Kraków 2005, s. 360-362; J. Napierała, *Uwagi na temat wykładni prawa krajowego zgodnej z dyrektywami europejskiego prawa spółek*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 3, s. 347; wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 10 kwietnia 1984 r., o sygn. 14/83, ECR 1984, nr 4, poz. 1891; wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 13 listopada 1993, o sygn. C-106/89, ECR 1990, nr 10, poz. I-4135.

⁵⁰⁵ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2019, s. 19.

⁵⁰⁶ A. Wróbel, B. Kurcz [w:] D. Kornobis-Romanowska, J. Łacny, *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Komentarz. Tom III*, Warszawa 2012, s. 656.

⁵⁰⁷ W. Czapliński, *Znaczenie Orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w procesie rozwoju prawa europejskiego*, Warszawa 2021, 6.3. Zasada autonomii proceduralnej, akapit 18.

⁵⁰⁸ 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 zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. U. UE. L. z 2004 r. Nr 390, str. 38 z późn. zm.).

Pozostałe kwestie regulowane w Dyrektywę o przejrzystości nie będą przedmiotem badań podejmowanych w pracy doktorskiej.

Jak już wyżej wspomniano, w Dyrektywie o przejrzystości zostały ujęte regulacje z zakresu obowiązków obarczających osoby, które nabywają znaczne pakiety akcji oraz same spółki publiczne. Celem tych regulacji, zgodnie z punktem 18 preambuły do Dyrektywy o przejrzystości, jest zagwarantowanie dokonywania przez inwestorów transakcji na akcjach z pełną świadomością zmian w strukturze głosów. Ponadto ich zadaniem jest zwiększenie skuteczność kontroli emitentów akcji oraz zapewnienie ogólnej przejrzystości istotnych przepływów kapitału. Ogólnie celem przytaczanej dyrektywy jest budowanie transparentności znacznych transakcji giełdowych, a zarazem ujawnienie istotnych dla inwestorów i rynku zmian w strukturze akcjonariatu spółek publicznych⁵⁰⁹.

Kluczowe przepisy z zakresu powyższej tematyki dotyczą w szczególności ustanowienia progów, których osiągnięcie lub przekroczenie skutkuje powstaniem obowiązków notyfikacyjnych, procedur ich wykonywania, a także określeniu zakresu udostępnianych informacji. Analiza właściwych regulacji Dyrektywy o przejrzystości zostanie przeprowadzona w dalszym toku rozważań. Wymieniony akt legislacji unijnej zawiera również regulacje z zakresu sankcji oraz kar za naruszenie obowiązków notyfikacyjnych.

Kolejnym istotnym aktem prawnym związanym z analizowaną problematyką jest Dyrektywa w sprawie ofert przejęcia⁵¹⁰. Jej głównym celem było dokonanie harmonizacji w państwach członkowskich kwestii zabezpieczenia interesów posiadaczy papierów wartościowych spółek publicznych, gdy spółki te są przedmiotem oferty przejęcia lub zmian kontroli⁵¹¹. Ponadto przytaczana dyrektywa miała za zadanie ujednoczenie środków ochrony interesów oraz równego traktowania akcjonariuszy mniejszościowych⁵¹². Ponadto podkreślenia wymaga fakt, że tworzenie wspólnego rynku wymagało ujednoczenie standardów regulacyjnych w zakreślonym powyżej

⁵⁰⁹ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 20.

⁵¹⁰ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r., w sprawie ofert przejęcia (Dz. U. UE. L. z 2004 r. Nr 142, str. 12 z późn. zm.).

⁵¹¹ Dyrektywa w sprawie ofert przejęcia, punkt 2 preambuły.

⁵¹² J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *The European Takeover Directive: A commentary*, Oxford 2009, s. 14.

obszarze, a także zapewnienia względnie równej ochrony akcjonariuszom w sytuacji wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji⁵¹³.

Główne rozwiązania Dyrektywy w sprawie przejęć dotyczące powyższej tematyki skupiają się na wprowadzeniu jednolitych zasad w zakresie obowiązku ogłaszania przez nabywców pakietów akcji (dających kontrolę nad spółkami publicznymi) oferty zakupu pozostałych akcji za godziwą cenę. Ponadto postanowienia przytaczanej dyrektywy dotyczą kwestii związanych z zachowaniem neutralności wobec takiej oferty przez władze spółek publicznych (przy czym środki obronne mogą zostać wdrożone za zgodą walnego zgromadzenia)⁵¹⁴, a także wprowadzają zasadę przełamania umownych i statutowych ograniczeń utrudniających wykonanie oferty. Należy także zaznaczyć, że dyrektywa w sprawie ofert przejęcia zawiera postanowienia dotyczące procedur przymusowego wykupu akcji (ang. *squeeze out*) oraz przymusowego odkupu akcji (ang. *sell out*).

Jako rozwiązanie kompromisowe w Dyrektywie w sprawie ofert przejęcia zastosowano fakultatywność wdrażania zasad neutralności i przełamania. Państwa członkowskie w tym zakresie mogą podjąć decyzję o braku implementacji takich rozwiązań do swoich porządków prawnych w ramach tzw. prawa opcji. Natomiast wiążący charakter mają wyłącznie wprowadzone obowiązki wezwaniowe, których zadaniem jest przede wszystkim zachowanie transparentności struktury kapitałowej spółek publicznych i umożliwienie pozostałym akcjonariuszom realizacji prawa wyjścia ze spółki publicznej⁵¹⁵. Spowodowane jest to faktem, że taki obowiązek ma elementarne znaczenie w zakresie realizacji celu ochrony interesów i równego traktowania akcjonariuszy. Państwa członkowskie zachowują możliwość określenia progu, którego osiągnięcie lub przekroczenie powoduje powstanie obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje. Dodatkowo prawodawca unijny pozostawił możliwość dookreślenia sposobu liczenia ceny godziwej. Podkreślić należy, że takie rozwiązanie nie podważa postulatu pełnej harmonizacji, natomiast pozwala na dostosowanie mechanizmów tego obowiązku do warunków panujących na rynkach giełdowych poszczególnych państw członkowskich⁵¹⁶.

⁵¹³ K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim uwagi de lege lata i de lege ferenda (cz. I)*, „Prawo spółek” 2006, nr 5, s. 10.

⁵¹⁴ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, s. 59-62; A. Chłopecki [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, s. 421-426.

⁵¹⁵ A. Opalski, *Europejskie...*, 3.1. Przegląd rozwiązań Trzynastej Dyrektywy, akapit 2.

⁵¹⁶ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne*, s. 22.

Zgodnie z preambułą (punkt 9) do Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, państwa członkowskie mogą ustanawiać dalsze instrumenty służące ochronie interesów / posiadaczy papierów wartościowych. Zatem stawiane wymogi mają charakter semiimperatywny⁵¹⁷. Oznacza to, że wymieniona dyrektywa ustanawia minimalny standard ochrony w zakresie regulacji dotyczących przejęć lub zmiany kontroli w spółkach publicznych, który winien zostać implementowany w porządkach prawnych państw członkowskich⁵¹⁸. Jednocześnie umożliwiono krajowym ustawodawcom określanie ostatecznej konstrukcji właściwych przepisów oraz przyzwolono na wdrażenie surowszych lub bardziej restrykcyjnych środków ochronnych⁵¹⁹.

3.3.2 Prawo krajowe

Dwie omówione powyżej dyrektywy zostały wdrożone do polskiego porządku prawnego. Ich implementacja stanowi drugą kategorię źródeł regulacji dotyczących tematyki obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji – wynikających z prawa kapitałowego.

W przypadku regulacji dotyczących obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych podstawowym aktem funkcjonującym w polskim porządku prawnym jest UOP. Obejmuje ona następującą problematykę⁵²⁰:

- przeprowadzanie subskrypcji oraz sprzedaży papierów wartościowych w trybie oferty publicznej;
- ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie instrumentów finansowych, w tym papierów wartościowych, do obrotu na rynku regulowanym;
- obowiązków emitentów lub innych uczestników obrotu instrumentami finansowymi;
- praw i obowiązków akcjonariuszy oraz zbywców i nabywców akcji spółek publicznych.

Dla tematu dysertacji największe znaczenie mają przepisy ustawy dotyczące obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych uregulowane w jej rozdziale 4 (znaczące

⁵¹⁷ A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, s. 423.

⁵¹⁸ R. F. Szymański, *Liberalizacja obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych w świetle nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z 26.01.2017 r.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 4, s. 18.

⁵¹⁹ J. Napierała, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2006, s. 212-213.

⁵²⁰ T. Sójka [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka. *Komentarz...*, art. 1, nb. 3.

pakiety akcji spółek publicznych). Będą one stanowić przedmiot wnikliwej analizy w dalszej części rozprawy doktorskiej. Dodatkowo należy zaznaczyć, iż w UOP uwzględniono sankcje związane z naruszeniem omawianych obowiązków, w charakterze administracyjnoprawnym, cywilnoprawnym, a także karnoprawnym. Mają one za zadanie zapewnienie skutecznej realizacji poszczególnych wymogów objętych zakresem UOP⁵²¹.

Zagadnienia dotyczące obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji regulowanych przez UOP są doprecyzowane poprzez akty prawne o charakterze wykonawczym. W tym zakresie przykładem jest rozporządzenie 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 wezwań⁵²². Jego przepisy doprecyzowują regulacje UOP. Zawierają m.in. określenie wymaganej treści wezwań, ich warunków oraz terminów.

Oprócz UOP, jedną z fundamentalnych ustaw dla funkcjonowania rynku kapitałowego jest UOIF. Do jej zakresu wchodzi regulacje na temat zasad, trybu i warunków prowadzenia działalności w ramach zorganizowanego obrotu, praw i obowiązków podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz w ograniczonym zakresie – wykonywanie nadzoru (np. akt ten obejmuje definicję instrumentu finansowego lub pojęcia rynku regulowanego)⁵²³. Obie wymienione powyżej ustawy regulują związane ze sobą kwestie, uzupełniają się oraz zawierają wzajemne odesłania. Tym samym stanowią one pewną całość normatywną⁵²⁴. Obecny podział na dwa akty prawne jest krytykowany, gdyż nie jest w pełni uzasadniony merytorycznie⁵²⁵.

Obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji mogą mieć również źródło w innych ustawach – prawo bankowe, ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej czy ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu

⁵²¹ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 25.

⁵²² Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 maja 2022 r., w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, sposobu i trybu składania i przyjmowania zapisów w wezwaniu oraz dopuszczalnych rodzajów zabezpieczenia (Dz. U. z 2022 r. poz. 1134).

⁵²³ T. Sójka, T. Jaranowski [w:] K. Dziennik, M. Fedorowicz, M. Godlewski, W. Kapica, J. Majcher, M. Mataczyński, A. Michór, A. Rycerski, M. Saczywko, O. Skibiński, A. Skoczylas, M. Stańczyk, J. Stranz, R. Zawłocki, T. Sójka, T. Jaranowski, *Obrót...*, art. 1, nb. 2.

⁵²⁴ K. Haładaj [w:] K. Haładaj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 97; I. Kuska-Żak, M. Żak [w:] 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*, 2006, art. 1, akapit 1-4.

⁵²⁵ T. Sójka, T. Jaranowski [w:] K. Dziennik, M. Fedorowicz, M. Godlewski, W. Kapica, J. Majcher, M. Mataczyński, A. Michór, A. Rycerski, M. Saczywko, O. Skibiński, A. Skoczylas, M. Stańczyk, J. Stranz, R. Zawłocki, T. Sójka, T. Jaranowski, *Obrót...*, art. 1, nb. 3.

alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Niemniej problematyka regulowana w ramach tych aktów dotyczy zawiadomień KNF lub zezwoleń udzielanych przez KNF, bądź obowiązków notyfikacyjnych zbliżonych treścią do przepisów już wcześniej przytoczonych ustaw⁵²⁶. Dlatego też ich szczegółowa analiza nie będzie przedmiotem rozważań prowadzonych w dysertacji.

3.4. Obowiązki notyfikacyjne

W ramach polskiego porządku prawnego obowiązki notyfikacyjne zostały uregulowane w oddziale 1 zatytułowanym „Ujawnianie stanu posiadania” w rozdziale 4 UOP. Przepisy dotyczące tego obowiązku zostały ukształtowane poprzez dyrektywę o przejrzystości.

3.4.1 Dyrektywa o przejrzystości w starym brzmieniu

Artykuł 9 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu dotyczy obowiązków nakładanych na akcjonariuszy nabywających lub zbywających akcje w przypadku, gdy ich procentowy udział w ogólnej liczbie głosów osiągnie, przekroczy lub spadnie poniżej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% i 75%. W takim przypadku akcjonariusz ma obowiązek poinformowania o tym fakcie spółkę. Natomiast liczbę głosów oblicza się na podstawie wszystkich akcji, do których jest przypisane prawo głosu, nawet wówczas, gdy wykonywanie tego prawa jest zawieszona. Dodatkowo, w art. 9 ust. 3 tej dyrektywy uwzględniono zastrzeżenie wskazujące, iż progi 30% lub 75% ogólnej liczby głosów mogą nie podlegać implementowaniu do porządku prawnego danego państwa członkowskiego, jeżeli ustanowiono odpowiednio próg 1/3 lub 2/3.

Zgodnie z art. 10 tej dyrektywy przy określaniu procentowego udziału danego podmiotu w ogólnej liczbie głosów w sytuacjach, w których ten podmiot jest uprawniony do nabywania, zbywania lub wykonywania praw głosu, uwzględnia się prawa głosu, które są:

- w posiadaniu osoby trzeciej, z którą podpisano umowę zobowiązującą do przyjęcia długoterminowej wspólnej polityki dotyczącej zarządzania daną spółką, poprzez wspólne i zgodne wykonanie praw głosu będących w ich posiadaniu;

⁵²⁶ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 27.

- w posiadaniu osoby trzeciej, z którą podpisano umowę umożliwiającą czasowe, przeniesienie praw głosu;
- związane z akcjami będącymi w posiadaniu tego podmiotu, złożonymi jako zabezpieczenie, o ile taki podmiot kontroluje prawa głosu i deklaruje zamiar ich wykonania;
- są związane z akcjami, do których ten podmiot ma dożywotni tytuł;
- w posiadaniu lub mogą być wykonywane, w rozumieniu wskazanym powyżej, przez przedsiębiorstwo kontrolowane przez ten podmiot;
- związane z akcjami zdeponowanymi w tym podmiocie i mogą być wykonywane według jego własnego uznania wobec braku szczegółowych instrukcji ze strony akcjonariuszy;
- w posiadaniu osoby trzeciej w jej własnym imieniu, ale na rzecz tego podmiotu;
- wykonywane przez ten podmiot na podstawie pełnomocnictwa wobec braku szczegółowych instrukcji ze strony akcjonariuszy.

Dodatkowo, zgodnie z art. 13 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu, obowiązkami notyfikacyjnymi objęto przypadki pośredniego lub bezpośredniego posiadania instrumentów finansowych, uprawniających do nabywania akcji już wyemitowanych (dających prawo głosu), wyłącznie z inicjatywy posiadacza.

Wyszczególnione sytuacje aktywujące obowiązki notyfikacyjne objęte art. 10 oraz art. 13 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu, nie uwzględniały wszystkich zdarzeń, w których dany podmiot rzeczywiście korzystał z prawa głosu lub mógł w łatwy sposób uzyskać takie prawo. Dlatego wykorzystanie niektórych typów instrumentów finansowych pozwalało na obejście obowiązków informacyjnych. W przytaczanej dyrektywie starano się uwzględnić postęp techniczny na rynkach finansowych poprzez przyznania uprawnień Komisji Europejskiej do przyjmowania środków wykonawczych. Komisja w szczególności zgodnie z art. 13 ust. 2 Dyrektywy o przejrzystości określała:

- rodzaje instrumentów finansowych, o których mowa w 13 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu oraz sposób ich konsolidacji;
- charakter formalnej umowy, o której mowa 13 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu;

- treść zawiadomienia, jakiego należy dokonać, ustanawiając wzór, którego należy w tym celu używać w UE;
- okres zawiadomienia;
- osobę będącą adresatem takiego zawiadomienia.

Jednak podkreślić należy, że część instrumentów finansowych, które funkcjonują w obrocie, cechuje się znacznym poziomem zaawansowania i skomplikowania. Z tego powodu mogą być one trudne do wyśledzenia lub omijać podstawowe przepisy dotyczące obowiązków notyfikacyjnych.

Sama procedura notyfikacji ujęta w Dyrektywie o przejrzystości w starym brzmieniu została ukształtowana w dwustopniowym procesie. Podmiot, który w wyniku nabycia lub zbycia akcji (lub w wyniku innych zdarzeń wymienionych powyżej) osiągnie, przekroczy lub spadnie poniżej ustanowionych progów, jest zobowiązany do powiadomienia o tym fakcie emitenta. Notyfikacja powinna nastąpić tak szybko, jak to możliwe, jednak nie później niż w terminie czterech dni sesyjnych, z których pierwszym jest dzień następujący po dacie, w której dany podmiot dowiedział się lub powinien się dowiedzieć o nabyciu, zbyciu albo możliwości wykonania praw głosu (art. 12 ust. 2 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu). W tym zakresie przedmiotowa dyrektywa ustanawia obiektywny oraz subiektywny test wiedzy akcjonariusza⁵²⁷. Kolejnym krokiem jest podanie do publicznej wiadomości przez emitenta w terminie do trzech dni sesyjnych wszystkich otrzymanych informacji (art. 12 ust. 6 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu). Zawiadomienie, o którym mowa powyżej, obejmuje informacje na temat (art. 12 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu):

- wynikłej sytuacji związanej z prawami głosu;
- sieci kontrolowanych przedsiębiorstw, za pośrednictwem której efektywnie wykonywane są prawa głosu;
- terminu osiągnięcia lub przekroczenia wartości progowej;
- tożsamości akcjonariusza, nawet wówczas, gdy nie jest on uprawniony do wykonania praw głosu, oraz podmiotu uprawnionego do wykonania praw głosu na rzecz akcjonariusza.

⁵²⁷ J. Bąk, K. Sajewski, *Nowa dyrektywa przejrzystości*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 11, s. 8.

Zadaniem omawianych regulacji proceduralnych jest zapewnienie niezwłocznego dostępu do informacji wszystkim zainteresowanym podmiotom. Jednak od zdarzenia powodującego aktywację obowiązków notyfikacyjnych do podania takiej informacji do publicznej wiadomości mija do 7 dni sesyjnych. Biorąc pod uwagę uwarunkowania rynku regulowanego może to być terminem zbyt długim na odpowiednią reakcję bądź wdrożenie alternatywnej strategii inwestycyjnej. Lista kwestii uwzględnionych w zawiadomieniu jest dosyć zwięzła i ogranicza się jedynie do podstawowych informacji o notyfikowanym fakcie.

Dyrektywa o transparentności nakładała obowiązek na emitentów podania do publicznej wiadomości łącznej liczby głosów oraz wysokości kapitału przynajmniej na koniec każdego miesiąca kalendarzowego, w którym doszło do ich zwiększenia lub zmniejszenia. Wspomniany wymóg może być umotywowany ułatwieniem dostępu do informacji na temat struktury emitenta dzięki dokonywaniu okresowych aktualizacji na podstawie jednostkowych raportów publikowanych *ad hoc*. Dzięki tego typu mechanizmowi dostępne informacje są bardziej przejrzyste i czytelne dla uczestników rynku.

Zgodnie z art. 28 Dyrektywy o przejrzystości w starym brzmieniu państwa członkowskie, bez uszczerbku dla ich prawa do nakładania sankcji karnych, zapewniają możliwość użycia środków administracyjnych, sankcji cywilnych lub administracyjnych na osoby naruszające przepisy stanowiące implementację tej dyrektywy.

Dyrektywa o przejrzystości w starym brzmieniu nie prowadziła do pełnej harmonizacji zagadnień związanych z obowiązkami notyfikacyjnymi nabywców znacznych pakietów akcji, ponieważ ustanowione przez nią normy miały charakter semiimperatywny. Oznaczało to, że państwa członkowskie mogły ustanawiać bardziej rygorystyczne wymogi niż określone w tej dyrektywie⁵²⁸.

3.4.2 Dyrektywa 2013/50/UE

W dniu 22 października 2013 r. weszła w życie Dyrektywa 2013/50/UE zmieniająca dyrektywę o przejrzystości. Jej przyjęcie poprzedzały badania dotyczące

⁵²⁸ J. Bąk, K. Sajewski, *Nowa...*, s. 6.

dotychczas funkcjonującego aktu prawnego (np. raport Mazarus⁵²⁹), natomiast sama propozycja przyjęcia zmian została przygotowana 25 października 2011 r.⁵³⁰. Raport Mazarus wykazał (podobne wnioski były przedstawiane w ramach serii raportów ESME⁵³¹), iż m.in. istnieje potrzeba:

- redukcji różnic pomiędzy poszczególnymi porządkami prawnymi państw członkowskich i zwiększenie poziomu harmonizacji przepisów⁵³²;
- objęcia zakresem Dyrektywy o przejrzystości kwitów depozytowych⁵³³;
- wzięcia pod uwagę ograniczeń w wykonywaniu prawa głosu⁵³⁴;
- redukcji obowiązków notyfikacyjnych (tj. rezygnacja z publikowania miesięcznych informacji na temat struktury emitenta)⁵³⁵;
- zmiany definicji działania w porozumieniu⁵³⁶;
- obniżenia najniższego progu notyfikacyjnego⁵³⁷;
- włączenie do zakresu dyrektywy pożyczek akcji⁵³⁸ oraz derywatów rozliczanych gotówkowo lub dotyczących akcji jeszcze niewyemitowanych, w tym zaadresowanie zjawiska *empty voting*⁵³⁹;
- notyfikacji intencji ekonomicznych / inwestycyjnych⁵⁴⁰.

W końcowym tekście Dyrektywy 2013/50/UE nie zdecydowano się na zaadresowanie wszystkich kwestii zidentyfikowanych w toku badań. Dla przykładu zrezygnowano z wdrożenia regulacji mających na celu upublicznianie informacji na temat intencji ekonomicznych związanych z akcjami.

⁵²⁹ Mazarus, *Transparency Directive Assessment Report*, 2010, przygotowany przy współpracy 21 kancelarii prawnych z różnych państw członkowskich; European Commission, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, 2010; European Securities Markets Expert Group, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, 2009.

⁵³⁰ European Commission, *Proposal for a Directive of The European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC*, 2011.

⁵³¹ ESME, *First Report on the Transparency Directive*, 2007; ESME, *Position on Article 10 of the Prospectus Directive in relation to the Transparency Directive*, 2008; ESME, *Preliminary views on the definition of "acting in concert" between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 2008; ESME, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, 2009.

⁵³² Mazarus, *Transparency...*, s. 101.

⁵³³ Mazarus, *Transparency...*, s. 106.

⁵³⁴ Mazarus, *Transparency...*, s. 107.

⁵³⁵ Mazarus, *Transparency...*, s. 107.

⁵³⁶ Mazarus, *Transparency...*, s. 109.

⁵³⁷ Mazarus, *Transparency...*, s. 115-116.

⁵³⁸ Mazarus, *Transparency...*, s. 120.

⁵³⁹ Mazarus, *Transparency...*, s. 127-139.

⁵⁴⁰ Mazarus, *Transparency...*, s. 140-143.

W pkt 9 preambuły do Dyrektywy 2013/50/UE zwrócono uwagę na nowe rodzaje instrumentów finansowych, które nie były uprzednio objęte zakresem Dyrektywy o przejrzystości. Instrumenty te mogłyby być używane do obchodzenia obowiązków notyfikacyjnych i wykorzystywane do nadużyć na rynku poprzez tworzenie mylnego wrażenia na temat praktycznej struktury własności emitentów. Dlatego zdecydowano, że Dyrektywa o przejrzystości powinna obejmować wszelkie instrumenty finansowe o skutku gospodarczym podobnym do posiadania akcji i praw do nabywania akcji. W punkcie 12 preambuły podkreślono potrzebę większej harmonizacji prawa w tym zakresie oraz wyłącznie możliwości państw członkowskich przyjmowania bardziej rygorystycznych przepisów niż te ujęte w analizowanej dyrektywie. Od takiej zasady przewidziano w prawdzie pewne wyjątki. Natomiast zgodnie z pkt 16 preambuły wskazano, że należy rozszerzyć uprawnienia do nakładania kar i środków administracyjnych oraz zwiększyć ich charakter odstrasżający w celu wspierania przejrzystości rynków.

Dyrektywa 2013/50/UE wprowadziła zmiany do art. 13 Dyrektywy o transparentności, rozszerzając obowiązki notyfikacyjne na dodatkowe kategorie instrumentów finansowych – tj.:

- instrumentów, które – po upływie terminu zapadalności – na podstawie formalnej umowy bezwarunkowo uprawniają ich posiadacza do nabywania lub uprawniają go do swobodnego decydowania o nabyciu wyemitowanych już przez emitenta akcji, z którymi związane są prawa głosu;
- instrumentów, które są powiązane z określonymi akcjami oraz mają podobne skutki ekonomiczne do instrumentów wymienionych powyżej, niezależnie od tego, czy uprawniają one do fizycznego rozliczenia.

Wyżej wymienione przepisy mają za zadanie objęcie obowiązkami notyfikacyjnymi przypadków, w których dany podmiot może w łatwy sposób nabyć możliwość wykonywania prawa głosu. Artykuł 13 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości obejmuje instrumenty finansowe upoważniające do powzięcia decyzji o nabyciu akcji lub wywierające podobne skutki ekonomiczne. Wskazuje się, że głównym celem tej

regulacji jest objęcie instrumentów finansowych rozliczanych gotówkowo lub poprzez wydanie akcji⁵⁴¹.

Zgodnie ze zmianami zaproponowanym w art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy o przejrzystości, aby dany instrument był objęty obowiązkami notyfikacyjnymi musi on (i) na podstawie formalnej umowy, (ii) w terminie zapadalności, (iii) bezwarunkowo lub na podstawie swobodnej decyzji posiadacza takiego instrumentu finansowego, (iii) uprawniać go do nabycia akcji już wyemitowanych, (iv) z którymi związane jest prawo głosu. Gdy wszystkie warunki są spełnione, wtedy dany instrument finansowy zgodnie z Dyrektywą o przejrzystości będzie podlegał obowiązkom notyfikacyjnym.

Powyższe wymogi były już wcześniej zaadresowana przez Dyrektywę o przejrzystości. Niemniej warto zwrócić uwagę na zastrzeżenie mówiące, że instrument finansów powinien dotyczyć akcji już wyemitowanych. W toku prac legislacyjnych zaproponowano (poprawka nr. 24), aby rozszerzyć zakres stosowania regulacji art. 13 Dyrektywy o transparentności również na instrumenty finansowe donoszące się do akcji jeszcze nie wyemitowanych. Zasugerowano następujące sformułowanie fragmentu artykułu: *shares (...) already issued or to be issued* (akcje już wyemitowane lub mające być wyemitowane)⁵⁴². Jednak zmiany te nie trafiły do finalnej wersji przytaczanej dyrektywy. Ponadto Dyrektywa 2013/50/UE dodała wymóg na temat bezwarunkowości. Wymóg ten został zastrzeżony jako alternatywna cecha instrumentu finansowego, względem prawa do nabycia akcji na podstawie swobodnej decyzji posiadacza.

W ramach art. 13 ust. 1 lit. b Dyrektywy o przejrzystości wprowadzono nową kategorię instrumentów finansowych podlegających notyfikacji. Zgodnie z tym przepisem, obowiązkom notyfikacyjnym podlegają instrumenty, które nie zostały uwzględnione w art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy o przejrzystości, ale są powiązane z akcjami w nim wymienionymi (tj. w art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy o przejrzystości) oraz mają skutki ekonomiczne podobne do tych instrumentów, niezależnie od tego, czy

⁵⁴¹ D. Stanković, *Challenges To The Takeover Early Warning System In The Eu: The Case Of Germany*, 2014, s. 304.

⁵⁴² European Parliament, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC (Report-A7-0292/2012)*, 2012, poprawka nr 24.

uprawniają one do fizycznego rozliczenia. Tak sformułowany przepis stawia następujące warunki:

- instrument finansowy musi być powiązany z akcjami określonymi w art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy o przejrzystości. Może to sugerować, iż akcje, do których odnosi się instrument finansowy muszą posiadać takie cechy jak wymienione w powyższym przepisie – tj. (i) akcje muszą być już wyemitowane⁵⁴³ (stanowisko mówiące, iż omawiane instrumenty finansowe odnoszą się wyłącznie do akcji wyemitowanych zostało zaaprobowane przez ESMA⁵⁴⁴), (ii) z akcjami powinno być związane prawo głosu;
- instrument finansowy powinien mieć skutki ekonomiczne podobne do skutków instrumentów finansowych określonych w art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy o przejrzystości;
- instrument finansowy nie musi uprawniać do fizycznego rozliczenia. Oznacza to, że omawiany przepis może objąć swoim zakresem także instrumenty rozliczane gotówkowo⁵⁴⁵.

Najważniejszym z powyższych kryteriów jest posiadanie przez instrument podobnych skutków ekonomicznych do instrumentów określonych w art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy o przejrzystości. Wskazać należy, że w nowym przepisie posłużono się niedookreślonym terminem "podobne skutki ekonomiczne", którego sposób interpretacji może być budzić wątpliwości, jakie instrumenty powinny podlegać obowiązkowi notyfikacyjnemu⁵⁴⁶. Termin ten ma swoje początki w dokumencie roboczym CESR⁵⁴⁷, gdzie używano sformułowania „podobne skutki ekonomiczne do posiadania akcji i uprawnienia do ich nabycia”. Takim sformułowaniem posługiwano się również w literaturze międzynarodowej⁵⁴⁸, a także użyto go w preambule do

⁵⁴³ D. Stanković, *Challenges...*, s. 304.

⁵⁴⁴ ESMA, *Final Report on Draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and an indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive*, 2014, s. 33.

⁵⁴⁵ K. Vanneste, *Decoupling Economic Rights from Voting Rights: A Threat to the Traditional Corporate Governance Paradigm*, "European Business Organization Law Review" 2014, nr 15, s. 71; R. Veil, *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Commission Proposals to Reform Transparency*, 2012, s. 14–15.

⁵⁴⁶ H. Marjosola, *Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach*, "European Law Review" 2014, tom 39, nr 3, s. 363.

⁵⁴⁷ CESR, *Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, 2010, s.3.

⁵⁴⁸ H. Marjosola, *Regulating...*, s. 362; T. Papadopoulos, *Screening of Foreign Direct Investments Through European Company Law*, YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions 2020, tom 1, s. 711; A.

Dyrektywy 2013/50/UE (pkt 9). Natomiast zgodnie z poglądem przedstawionym przez ESMA, instrument ma podobne skutki ekonomiczne, gdy eksponuje on posiadacza na ryzyko związane ze zmiennością kursu akcji oraz daje ekonomiczną przewagę w nabywaniu lub osiągnięciu dostępu do instrumentów bazowych⁵⁴⁹.

Dodatkowo w Dyrektywie 2013/50/UE wymieniono instrumenty finansowe, które mogą podlegać obowiązkowi notyfikacyjnemu, jeżeli spełniają warunki uwzględnione w zmienionym art. 13 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości⁵⁵⁰:

- zbywalne papiery wartościowe;
- opcje;
- kontrakty terminowe typu future;
- swapy;
- kontrakty terminowe na stopę procentową;
- kontrakty na różnicę;
- wszelkie inne kontrakty lub umowy o podobnych skutkach ekonomicznych, które można rozliczyć fizycznie lub gotówkowo.

EUNGI^{IPW} zostało uprawnione do ustanawiania i okresowo aktualizowania orientacyjnego wykazu instrumentów finansowych (przy uwzględnieniu postępu technicznego na rynkach finansowych) podlegających wymogom dotyczącym zawiadamiania zgodnie z art. 13 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości. Powyższy katalog jest otwarty i ma jedynie przykładowy charakter. Podkreślić należy, że nie determinuje on automatycznie, które typy instrumentów finansowych podlegają obowiązkowi notyfikacyjnemu, ale wyznacza instrumenty mogące wywołać powstanie konieczności upublicznienia faktu ich zawarcia.

W związku z rozszerzeniem zakresu sytuacji objętych obowiązkami notyfikacyjnymi, Dyrektywa 2013/50/UE wprowadziła szczególne zasady obliczania procentowej wysokości praw głósów przysługujących danemu podmiotowi. Zgodnie z nimi liczbę praw głósu kalkuluje się poprzez odniesienie do całkowitej wartości nominalnej akcji będących podstawą instrumentu finansowego. Nie dotyczy to jednak

Seretakis, *Hedge fund activism coming to Europe: lessons from the American experience*, "Brook. J. Corp. FIN. & COM." 2014, tom 8, s. 462.

⁵⁴⁹ ESMA, *Final Report ...*, s. 30-31.

⁵⁵⁰ J. Szewczyk, *Obowiązki notyfikacyjne związane z obrotem instrumentami finansowymi*, „Monitor Prawa Handlowego” 2021, nr 2, s. 8.

instrumentów rozliczanych gotówkowo. W ich przypadku liczbę praw głosu oblicza się poprzez pomnożenie wartości nominalnej akcji przez współczynnik delta odpowiadający danej kategorii instrumentów finansowych⁵⁵¹. Dla potrzeb określenia wymogu wykonania obowiązku notyfikacyjnego konsoliduje się wszystkie instrumenty finansowe związane z danym emitentem. W odniesieniu do tych instrumentów bierze się pod uwagę wyłącznie pozycje długie (bez ich kompensacji pozycjami krótkimi ustanowionymi względem tego samego emitenta)⁵⁵².

Zgodnie z art. 13a Dyrektywy o przejrzystości konsoliduje się prawa z akcji (ujęte przez art. 9 i 10 Dyrektywy o przejrzystości) oraz prawa z instrumentów finansowych (podlegających art. 13 Dyrektywy o przejrzystości). Jeżeli tak skonsolidowana wysokość praw przekracza określony próg – powstaje obowiązek notyfikacyjny. Ponadto, ponownemu zgłoszeniu podlegają prawa wynikające z instrumentów finansowych, jeżeli doszło do nabycia akcji bazowych i w ten sposób przekroczono wymienione w dyrektywie progi.

Oprócz powyższego warto zaznaczyć, że Dyrektywa 2013/50/UE wprowadza również zmiany w zakresie sankcji nakładanych na podmioty naruszające obowiązki informacyjne. Przykładowo, w ramach jej regulacji zobligowano państwa członkowskie do wdrożenia sankcji zawieszenia wykonywania praw głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Jednak nie zdecydowano się na szczegółowe jej uregulowanie⁵⁵³.

Ponadto wprowadzono rozwiązanie mówiące, iż państwa członkowskie nie powinny ustanawiać regulacji nakładających szersze lub bardziej rygorystyczne obowiązki notyfikacyjne niż te wynikające z Dyrektywy o przejrzystości, chyba że te obowiązki podlegają nadzorowi przez wyznaczony organ. Jednakże taki organ powinien posiadać uprawnienia do zapewnienia ich przestrzegania⁵⁵⁴.

3.4.3 Polskie regulacje dotyczące obowiązków notyfikacyjnych

W polskim porządku prawnym omawiane obowiązki notyfikacyjne nabywców znacznych pakietów akcji są zwarte w UOP (w art. 69 i n. UOP). Wzorcem

⁵⁵¹ FIN-FSA, *Market newsletter 2/2015*, s. 6.

⁵⁵² D. Stanković, *Challenges...*, s. 305

⁵⁵³ K. E. Sørensen, M. Neville, *Suspension of the exercise of voting rights – a step towards deterrent and consistent sanctioning of EU transparency requirements?*, "Nordic & European Company Law" 2017, nr 16-25, s. 1.

⁵⁵⁴ Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 9 września 2021 r., o sygn. C-605/18, LEX nr 3217409, akapit 37, 42.

normatywnym dla tych przepisów jest przede wszystkim Dyrektywa o transparentności. Celem tych regulacji, tak jak w przypadku wspomnianej dyrektywy, jest kreowanie równego dostępu do informacji dla uczestników rynku, co wpływa na możliwość dokonania obiektywnej wyceny akcji spółek publicznych i podjęcie decyzji inwestycyjnej⁵⁵⁵.

3.4.3.1 Powstanie obowiązków notyfikacyjnych – podstawa regulacyjna

Artykuł 69 UOP jest podstawową regulacją w zakresie obowiązków notyfikacyjnych nabywców znacznych pakietów akcji. Wszedł on w życie z dniem 24 października 2005 roku jako element UOP. Przepis ten dotyczy obowiązku zawiadamiania o osiągnięciu lub przekroczeniu określonego progu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej (a także spadku liczby głosów poniżej tych progów). Przepis nakłada obowiązek zawiadomienia o tym fakcie spółkę, a także Komisję Nadzoru Finansowego (KNF). Przy czym zawiadomienie KNF ma za zadanie zapewnienie jej możliwości wykonywania i sprawowania nadzoru⁵⁵⁶. Natomiast sam obowiązek notyfikacyjny powstaje zarówno w obrocie wtórnym jak i w pierwotnym (w tym w pierwszej ofercie publicznej) oraz w ramach transakcji realizowanych poza rynkiem zorganizowanym⁵⁵⁷.

Warto zaznaczyć, że analizowany przepis modyfikuje progi ujęte w Dyrektywie o przejrzystości. Oprócz progów tam wymienionych, tj. 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 50%, 75%, art. 69 UOP wprowadza dodatkowe progi takie jak: 33 % (w miejsce 30% wynikających ze wspomnianej dyrektywy), a także 33 1/3% oraz 90%.

W ramach tej regulacji nie uwzględniono progu 95%, który w obowiązującym stanie prawnym aktywuje prawo do żądania przymusowego wykupu akcji przez akcjonariusza większościowego. Pominięcie tego progu w art. 69 UOP jest przedmiotem krytyki przedstawicieli doktryny, ponieważ jego brak utrudnia planowanie strategii inwestycyjnych⁵⁵⁸. Argumentuje się, że akcjonariusze mniejszościowi nie mają łatwej możliwości pozyskania informacji o zaistnieniu stanu, w którym może się

⁵⁵⁵ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 1-3.

⁵⁵⁶ M. Romanowski, *Prawo...*, s. 728-729.

⁵⁵⁷ A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, art. 69, nb. 7-8; M. Romanowski, *Prawo...*, s. 735.

⁵⁵⁸ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 6.

aktywować wyżej wymienione prawo. Prowadzi to do utrudnień w przygotowaniu się na wykonanie przymusowego wykupu lub zainicjowania żądania odkupu akcji⁵⁵⁹. Jednak wchodząc w polemikę z taką argumentacją, można wskazać na fakt, iż informację o przekroczeniu progu 95% można pozyskać poprzez publikowane informacje na temat zmiany dotychczasowego stanu posiadania akcjonariusza większościowego (tj. na podstawie omówionego poniżej art. 69 ust. 2 UOP). Historycznie, analogiczny problem funkcjonował w odniesieniu do progu 66% (próg ten nie był zwarty w art. 69 UOP), który powodował powstanie obowiązku wezwaniowego w odniesieniu do wszystkich pozostałych akcji danego emitenta. Natomiast, w związku z uchynieniem art. 74 UOP, problem ten nie jest już aktualny⁵⁶⁰.

Zaznaczyć należy, że obowiązek notyfikacyjny dotyczący najwyższego progu mającego zastosowanie w danej sytuacji faktycznej (w przypadku zmniejszenia liczby przysługujących głosów – najniższego progu), wyłącza obowiązek przekazania informacji o przekroczeniu innych progów, jeżeli nastąpiło to w wyniku tej samej transakcji⁵⁶¹.

Artykuł 69 UOP ustanawia dwa typy obowiązków. Pierwszy z nich (omówiony powyżej) dotyczy przekroczenia określonego progu ogólnej liczby głosów. Drugi (tzw. obowiązek „kwantowy”)⁵⁶² nakłada wymóg notyfikacji zmiany stanu posiadania (po przekroczeniu progu 10 %) o co najmniej 2 % ogólnej liczby głosów – w spółce publicznej, której akcje są notowane na rynku oficjalnych notowań giełdowych lub 5% w przypadku emitentów funkcjonujących na innym rynku regulowanym. Natomiast po osiągnięciu progu 33%, każda zmiana posiadanego udziału o co najmniej 1% powinna być przedmiotem zawiadomienia. Polski ustawodawca rozszerzył zakres omawianych obowiązków, obejmując również przypadki zmiany stanu posiadania o określony procent. Takie rozwiązanie nie było przewidziane w ramach Dyrektywy o przejrzystości.

Komentowany przepis ustanawiający progi odwołuje się do kryterium ogólnej liczby głosów. Zgodnie z art. 4 pkt 17 UOP przez ogólną liczbę głosów rozumie się sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki. Zaznaczyć należy, że w tym

⁵⁵⁹ J. Szewczyk, *Progowe obowiązki notyfikacyjne*, „Monitor Prawniczy” 2020, nr 9, s. 453.

⁵⁶⁰ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 6.

⁵⁶¹ A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 69, nb. 24.

⁵⁶² A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, s. 393.

zakresie nie mają wpływu żadne zakazy lub ograniczenia w zakresie wykonywania prawa głosu⁵⁶³. Wspomniane zakazy lub ograniczenia nie rzutują na powstanie obowiązku dla akcjonariusza (tj. akcjonariusz posiadający akcje, co do których występują ograniczenia – będzie musiał dokonać notyfikacji). Wynika to z art. 87 ust. 5 pkt 3 UOP. Zgodnie z nim do liczby głosów, która powoduje powstanie obowiązków określonych we właściwych przepisach, wlicza się liczbę głosów z wszystkich akcji, nawet jeżeli wykonywanie z nich prawa głosu jest ograniczone lub wyłączone z mocy statutu, umowy lub przepisu prawa. W przypadku ustalania ogólnej liczby głosów oraz głosów posiadanych przez akcjonariusz bierze się pod uwagę przywileje głosowe wynikające z akcji⁵⁶⁴.

Osiągnięcie lub przekroczenie progu (lub spadek poniżej takiego progu) zgodnie z art. 69 UOP dotyczy zazwyczaj sytuacji nabycia lub zbycia akcji, co wynika z brzmienia art. 9 ust. 1 Dyrektywy o transparentności. Wydaje się uzasadnione uznanie, że art. 69 UOP obejmuje również inne przypadki przekroczenia określonego progu ogólnej liczby głosów w przypadkach innych niż sam transfer akcji (np. zastaw lub użytkownie), co jest uzasadnione koniecznością zapewnienia transparentności rynku. Analogiczne skutki do przypadku bezpośredniego nabycia lub zbycia akcji mogą powodować wszelkie inne zdarzenia prawne lub faktyczne, jeżeli skutkują zmianą stanu posiadania⁵⁶⁵. Jest to potwierdzone w ramach art. 69a UOP, zgodnie z którym obowiązki notyfikacyjne mogą być aktywowane również przez zajście zdarzenia innego niż czynność prawna. Przede wszystkim odnosi się do dziedziczenia, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji czy podziału majątku⁵⁶⁶. Ponadto, zgodnie z omawianym przepisem, do powstania obowiązków notyfikacyjnych może dojść poprzez pośrednie nabycie akcji spółki publicznej (w rozumieniu art. 4 pkt 27 UOP)⁵⁶⁷. Samo pośrednie nabycie akcji dotyczy trzech sytuacji. Jest to pogląd dominujący w doktrynie⁵⁶⁸. Pierwsza sytuacja polega na osiągnięciu statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej posiadającej akcje spółki publicznej.

⁵⁶³ A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 69, nb. 11-18.

⁵⁶⁴ K. Haładyj [w:] K. Haładyj, *Ustawa...*, art. 69, nb. 3.

⁵⁶⁵ K. Haładyj [w:] K. Haładyj, *Ustawa...*, s. 410.

⁵⁶⁶ A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, s. 406; A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 69a, nb. 4.

⁵⁶⁷ A. Puchalski, *Funkcje...*, s. 239

⁵⁶⁸ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 945; A. Puchalski, *Funkcje...*, s. 239; K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69a, nb. 3; K. Haładyj [w:] K. Haładyj, *Ustawa...*, art. 4, nb. 95; M. Wierzbowski, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 4, nb. 64; T. Sójka [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 4, nb. 63-64.

Druga dotyczy struktur wielostopniowych, w ramach których uzyskano dominację w podmiocie pośrednio posiadającym akcje spółki publicznej. Trzeci przypadek obejmuje nabywanie lub obejmowanie akcji spółki publicznej przez podmiot zależny⁵⁶⁹. Natomiast M. Michalski wyodrębnia wyłącznie dwa zdarzenia mogące być kwalifikowane jako pośrednie nabycia akcji⁵⁷⁰. Twierdzi on, że nabycie akcji w podmiocie, który posiada akcje spółki publicznej pozostaje w zakresie innej regulacji niż art. 4 pkt 27 UOP, tj. art. 87 ust. 5 pkt 1 UOP⁵⁷¹. Definicja z art. 4 pkt 27 UOP wymaga jednak, aby uzyskanie statusu dominacji było połączone z nabyciem lub objęciem akcji przez podmiot zależny, ponieważ w tym przepisie ustawodawca posługuje się koniunkcją, a nie potrójną alternatywą⁵⁷².

Warto nadmienić, że w wyniku transakcji powodującej zbycie znacznego pakietu akcji spółki publicznej może dojść do sytuacji, w której dwa podmioty są zobowiązane do wykonania obowiązków notyfikacyjnych. Pierwszy z nich przekracza określony próg. Natomiast druga strona transakcji (podmiot zbywający) zmniejszy posiadaną ilość głosów poniżej stypizowanego progu. W takiej sytuacji to oba podmioty są zobowiązane do przeprowadzenia symetrycznych zawiadomień⁵⁷³. Zdublowanie tego obowiązku nie niesie dodatkowej, jakościowo nowej informacji dla rynku (ta sama informacja w zasadzie jest przekazana dwa razy tylko przez inne podmioty). Niemniej, w takim przypadku *de lege ferenda* wystarczyłoby, aby jeden z tych podmiotów (np. nabywca) wykonał obowiązek uwzględniając w swoim zawiadomieniu dodatkowo informacje o zmianie stanu posiadania przez drugą stronę transakcji.

Zgodnie z art. 69 ust. 1 UOP informacja na temat zmiany stanu posiadania jest przesyłana do KNF oraz emitenta niezwłocznie, ale nie później niż w terminie 4 dni roboczych licząc począwszy od dnia, w którym podmiot, którego stan posiadania się zmienił dowiedział się lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się dowiedzieć o tej zmianie. Termin ten dotyczy transakcji innych niż zbycie lub nabycie akcji na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, np. udzielenie pełnomocnictwa, ustanowienie zastawu lub zawarcie umowy poza parkietem. Dodatkowo wskazuje się,

⁵⁶⁹ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 945-946.

⁵⁷⁰ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 4, nb. 84.

⁵⁷¹ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 4, nb. 84.

⁵⁷² M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 4, nb. 85.

⁵⁷³ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 61; A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, s. 396.

że mogą to być również przypadki zdarzeń prawnych innych niż czynność prawna lub sytuacje pośredniego nabycia akcji⁵⁷⁴. W zakresie transakcji (zbycia lub nabycia akcji) zawieranych na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu termin ten wynosi 6 dni sesyjnych od dnia zawarcia transakcji⁵⁷⁵. Wskazać przy tym należy, że zgodnie z niektórymi poglądami funkcjonującymi w doktrynie przekazanie informacji w ostatni lub przedostatni dzień wyżej wymienionego terminu (tj. z niewielką zwłoką), w sytuacji, gdy nie istniały obiektywne przeszkody dla wcześniejszego przeprowadzenia takiego zawiadomienia, może skutkować naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych⁵⁷⁶.

3.4.3.2 Włączenie w zakres obowiązków notyfikacyjnych instrumentów finansowych

Pierwotnie kwestia objęcia obowiązkami notyfikacyjnymi instrumentów finansowych była uregulowana w art. 69a ust. 1 pkt 2 oraz ust. 2 UOP i dotyczyła sytuacji, w których dochodziło do nabywania lub zbywania instrumentów dających bezwarunkowe prawo lub obowiązek nabycia już wyemitowanych akcji spółki publicznej.

Rozszerzenie regulacji w zakresie omawianej problematyki nastąpiło w związku z implementacją Dyrektywy 2013/50/WE poprzez uchwalenie i wejście w życie ustawy z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw⁵⁷⁷. W ramach tego aktu wdrożono art. 69b UOP, a także uchylono art. 69a ust. 1 pkt 2 oraz ust. 2 UOP. Dodany przepis objął instrumenty finansowe, które:

- po upływie terminu zapadalności bezwarunkowo uprawniają lub zobowiązują ich posiadacza do nabycia akcji, z którymi związane są prawa głosu, wyemitowanych już przez emitenta;
- odnoszą się do akcji emitenta w sposób pośredni lub bezpośredni i mają skutki ekonomiczne podobne do skutków instrumentów finansowych określonych powyżej, niezależnie od tego, czy instrumenty te są wykonywane przez rozliczenie pieniężne.

⁵⁷⁴ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 948.

⁵⁷⁵ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 15.

⁵⁷⁶ A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 69, nb. 34.

⁵⁷⁷ Ustawy z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r. poz. 615).

3.4.3.2.1 Obowiązki notyfikacyjne dotyczące instrumentów finansowych wymienionych przez artykuł 69b ust. 1 pkt 1 UOP

Pierwsza z kategorii instrumentów finansowych objętych obowiązkami notyfikacyjnymi dotyczy instrumentów, które spełniają kilka kumulatywnych przesłanek, aktualizujących konieczność dokonania zawiadomienia. Kryteria te powinny być spełnione na moment zapadalności instrumentu finansowego. Brak ich istnienia na wcześniejszych etapach (np. zawarcia instrumentu) nie wyklucza wystąpienia obowiązku notyfikacyjnego.

Zgodnie z art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP wymaga się, aby instrument finansowy dotyczył akcji, z których wynika prawo głosu. Zatem wspomniany przepis nie obejmuje sytuacji odnoszących się do uprawnień do nabycia akcji niemych. Podobna sytuacja zachodzi również w przypadku akcji jeszcze nie w pełni pokrytych, nieprzynajających prawa głosu (art. 411 § 2 KSH)⁵⁷⁸.

Jedną z przesłanek zawartych w powyższej regulacji jest wymóg, aby instrument dotyczył akcji już wyemitowanych, czyli akcji istniejących i wydanych akcjonariuszom. Z tego względu przepis art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP nie może odnosić się do sytuacji, w których posiadacz jest uprawniony do nabycia akcji nowych emisji⁵⁷⁹. Analizowana regulacja nie pokrywa np. warrantów subskrypcyjnych bądź prawa poboru. Inne poglądy w tym zakresie należy uznać za błędne⁵⁸⁰. Wspomniany przepis nie może być podstawą aktualizacji obowiązków notyfikacyjnych w przypadku tych instrumentów finansowych, ponieważ uprawniają one posiadacza do objęcia akcji nowych emisji, które dopiero zostaną wyemitowane w przyszłości⁵⁸¹. W tych przypadkach bowiem emisja akcji jest efektem realizacji instrumentu finansowego.

Drugą przesłanką jest istnienie bezwarunkowego uprawnienia lub zobowiązania do nabycia akcji. W tym zakresie art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP ustanawia alternatywny wymóg, zgodnie z którym instrument finansowy powinien być bezwarunkowy albo zobowiązywać jego posiadacza do nabycia akcji. Zatem, dla

⁵⁷⁸ M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, art. 411, nb. 7.

⁵⁷⁹ A. Famirski [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa...*, art. 69a, nb. 6.

⁵⁸⁰ np. poglądy prezentowane na gruncie uchylonego art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie - D. Gago, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Prawo...*, s. 332; M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, s. 393; A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 69a.

⁵⁸¹ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69b, nb. 2; J. Szewczyk, *Obowiązki...*, s. 10.

potrzeb identyfikacji konieczności przeprowadzenia notyfikacji wystarczające jest spełnienie jednego z tych kryteriów. Podkreślić należy, że powyższe kryteria muszą być spełnione na moment zapadalności instrumentu finansowego⁵⁸². Sama Dyrektywa o przejrzystości nie wymienia zobowiązania do nabycia akcji jako jednego z ustanowionych przez nią kryteriów⁵⁸³, ale odnosi się do wymogu istnienia uprawnienia do swobodnego decydowania o nabyciu akcji. Oba typy warunków (warunek zawarty UOP oraz warunek przewidziany przez Dyrektywę o transparentności) mają częściowo odmienny zakres przedmiotowy. Pierwszy z nich dotyczy obowiązku posiadacza do nabycia akcji, drugi natomiast obejmuje sytuacje, w których brak jest obowiązku, ale występuje możliwość swobodnego decydowania o nabyciu akcji. Zatem gdy występuje obowiązek, cechy swobodnego decydowania nie wystąpi i taka sytuacja nie zostanie objęta art. 13 ust. 1 pkt 1 Dyrektywy o przejrzystości. Dla przykładu instrument zawierający warunek zależny od woli posiadacza (warunek potestatywny), nie będzie podlegał obowiązkom notyfikacyjnym na podstawie art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP, gdyż jest on warunkowy i może nie nakładać na posiadacza obowiązku nabycia akcji. Natomiast na gruncie art. 13 ust. 1 pkt 1 Dyrektywy o przejrzystości, taki instrument będzie mógł skutkować wymogiem dokonania zawiadomienia, ponieważ na jego podstawie posiadacz będzie mógł swobodnie decydować o nabyciu akcji.

Biorąc powyższe pod uwagę, zrezygnowanie przez polskiego ustawodawcę z dyrektywowego wymogu, aby instrument uprawniał posiadacza do swobodnego nabycia akcji należy ocenić negatywnie. Artykuł 69b ust. 1 pkt 1 UOP w aktualnym brzmieniu stanowi nieprawidłową transpozycję Dyrektywy o przejrzystości do krajowego porządku prawnego. Ustawodawca nie wyraził wprost chęci rozszerzenia zakresu jej przepisów. Co więcej, polski legislator ustanowił normy, które mają częściowo odmienny zakres przedmiotowy, niż ma to miejsce w przypadku prawa UE. Dlatego na podstawie wykładni pronunijnej właściwych regulacji, w przypadku ich praktycznego stosowania, należałoby interpretować art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP w ten sposób, że nie obejmuje on sytuacji pozostających poza zakresem art. 13 ust. 1 pkt 1 Dyrektywy o przejrzystości (tj. redukcja normy z art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP wynikająca z wykładni pronunijnej). W ramach implementacji wymienionej regulacji, polski ustawodawca nie rozszerzył odpowiedniej normy, ale ustanowił normę o częściowo

⁵⁸² J. Szewczyk, *Obowiązki...*, s. 8.

⁵⁸³ A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, art. 69(a), pkt 2.1.

odmiennym zakresie przedmiotowym, tj. zastąpił kluczowy element art. 13 ust. 1 pkt 1 Dyrektywy o przejrzystości, jakim jest możliwość nabywania akcji przez posiadacza z jego własnej inicjatywy i w jego miejsce wprowadził kryterium istnienia zobowiązania takiego posiadacza do nabycia derywatów. Zatem należy uznać ten przepis za wadliwą implementację prawa stanowionego na poziomie UE. Natomiast w sytuacji wadliwej implementacji przepisów, koniecznym jest stosowanie interpretacji prawa, nakładającej obowiązek wykładni prawa krajowego w świetle brzmienia dyrektywy⁵⁸⁴. Sąd nie może stosować przepisów niezgodnych z aktami prawnymi stanowionymi na poziomie UE⁵⁸⁵. Dlatego jakiegokolwiek sankcje nie będą miały zastosowania w przypadku, gdy dany podmiot nie dokona notyfikacji zdarzenia podlegającego raportowaniu według polskich przepisów, jeżeli to zdarzenie nie spowodowałoby powstania obowiązków informacyjnych na podstawie Dyrektywy o przejrzystości (chyba, że polski ustawodawca w sposób klarowny dokonałby rozszerzenia właściwych przepisów, zgodnie z warunkami ustanowionymi przez Dyrektywę o przejrzystości – co nie miało miejsca w przypadku art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP).

Dodatkowo warto zwrócić uwagę, że w transpozycji art. 13 ust. 1 pkt 1 Dyrektywy o przejrzystości ustawodawca pominął zwrot „na podstawie formalnej umowy”. Tym samym można stwierdzić, że intencją legislatora było rozszerzenie zakresu polskiej regulacji na sytuacje dotyczące instrumentu finansowego mogącego uprawniać do nabycia akcji w sposób niesformalizowany (np. w sposób dorozumiany). Dlatego też dopuszczalna wydaje się argumentacja, zgodnie z którą powyższy przepis mógłby swoim zakresem obejmować również derywaty rozliczane gotówkowo. Na podstawie wykładni prounijnej wysnuwano poglądy mówiące, iż takie derywaty mogły być objęte zakresem uchylonego już art. 69a ust. 1 pkt 2 UOP⁵⁸⁶. Obecnie kwestia takich instrumentów finansowych jest adresowana przez art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP (analizowanym poniżej).

⁵⁸⁴ S. Lerman-Balsaux, *Wybór prawa dla zobowiązań umownych na gruncie rozporządzenia Rzym I*, Warszawa 2022, s. 393.

⁵⁸⁵ N. Baranowska, *Stosowanie wykładni zgodnej z prawem unijnym w sporach horyzontalnych w razie nieprawidłowej implementacji dyrektywy*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2018, nr 2, s. 6.

⁵⁸⁶ A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 69a, nb. 7.

3.4.3.2.2 *Obowiązki notyfikacyjne dotyczące instrumentów finansowych wymienionych przez artkuł. 69b ust. 1 pkt 2 UOP*

W ramach implementacji Dyrektywy 2013/50/UE do polskiego porządku prawnego i wprowadzenia art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP, rozszerzono zakresu obowiązków notyfikacyjnych na dodatkową kategorię instrumentów finansowych. Wskazany przepis dotyczy instrumentów, które odnoszą się do akcji emitenta w sposób pośredni lub bezpośredni i mają skutki ekonomiczne podobne do skutków derywatów określonych w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP, niezależnie od tego, czy instrumenty te są wykonywane przez rozliczenie pieniężne.

Powyższy przepis odnosi się do akcji emitenta, a nie akcji, o których mowa w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP. Termin „akcja” może być rozumiany jako ogół praw i obowiązków w spółce lub jako sam dokument akcji/forma zapisu w systemie elektronicznym inkorporująca te prawa i obowiązki. Więć dotyczy on stanów obiektywnie istniejących, a nie stanów przyszłych i w rezultacie nie zawiera w swoim zakresie pojęciowym „akcji jeszcze nie wyemitowanych” / „akcji nowej emisji”. Dodatkowo zaznaczyć należy, że Dyrektywa o przejrzystości w art. 13 ust. 1 pkt 2 odnosi się do akcji, o których mowa w art. 13 ust. 1 pkt 1 Dyrektywy o przejrzystości – czyli akcji już wyemitowanych (w doktrynie wskazywało się, że art. 13 ust. 1 Dyrektywy o przejrzystości w całości dotyczy akcji już wyemitowanych⁵⁸⁷). Tekst art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP nie przesądza o jasnej intencji ustawodawcy do rozszerzenia obowiązków notyfikacyjnych (tj. rozszerzenia minimalnego standardu dyrektywy). W wypadku, gdyby celem wprowadzenia powyższego artykułu było objęcie instrumentów dających na moment zapadalności prawo do akcji jeszcze nie wyemitowanych, użyto by np. sformułowania „akcji i akcji nowych emisji” (jak w pierwotnej propozycji zmiany Dyrektywy o transparentności). Komentowana regulacja stanowi implementację norm unijnych. Dlatego doniosłe znaczenie ma wykładnia pronunijna. Warto zaznaczyć, że taki sposób wykładni prawa jest obowiązkowy dla sądów i organów państwowych⁵⁸⁸. Sama dyrektywa jest oparta na metodzie harmonizacji zupełnej⁵⁸⁹, jednak reguła ta jest ograniczona wyjątkiem pozwalającym państwu członkowskim ustanawiania bardziej rygorystycznych reguł zgodnie z art. 3 ust. 1a Dyrektywy o przejrzystości. Na

⁵⁸⁷ Ł. Gładki, *Nabywanie warrantów...*, s. 41.

⁵⁸⁸ W. Rowiński, *Nakaz dokonywania wykładni pronunijnej jako dyrektywa wykładni systemowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2016, zeszyt 1, s. 99.

⁵⁸⁹ J. Szewczyk, *Obowiązki...*, s. 10.

gruncie prawa UE, art. 13 ust. 1 pkt 2 Dyrektywy o przejrzystości odnosi się do instrumentów finansowych dotyczących wyłącznie akcji już wyemitowanych. Powyższe wynika wprost z tekstu tego przepisu oraz zostało potwierdzone przez ESMA⁵⁹⁰. Biorąc powyższe pod uwagę (w szczególności fakt, że ustawodawca nie wyraził jasnej intencji ustanowienia bardziej restrykcyjnych przepisów), stwierdzić należy, że instrument finansowy ujęty w art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP powinien odnosić się do akcji już wyemitowanych i nie powinien obejmować swoim zakresem derywatów dotyczących akcji nowych emisji / jeszcze niewyemitowanych. Dlatego ciągle aktualne powinny pozostać uwagi przedstawione na gruncie poprzednich regulacji w zakresie raportowalności warrantów subskrypcyjnych⁵⁹¹ (gdyż warranty subskrypcyjne nie zawiera uprawnień do nabycia akcji, które są już wyemitowane⁵⁹²).

Analizowana regulacja wymaga, aby instrumenty finansowe podlegające obowiązkowi notyfikacyjnemu miały podobne skutki ekonomiczne do instrumentów określonych w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP. Sam termin „podobne skutki ekonomiczne” może być niejasny. W celu klaryfikacji jego znaczenia można odwołać się do dorobku europejskiego. Jak już wcześniej wspomniano, we wstępnych projektach zmian regulacji unijnej⁵⁹³, oraz w preambule do Dyrektywy o przejrzystości (w pkt 9), jest mowa o efektach ekonomicznych podobnych do posiadania akcji i uprawnienia do ich nabycia. Należy zgodzić się z powyższym stanowiskiem, biorąc pod uwagę fakt, że skutkiem ekonomicznym instrumentu finansowego ujętego w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP jest niewątpliwie uzyskanie własności akcji po upływie terminu jego zapadalności. Dodatkowo formy rozliczeń takich instrumentów kreują stan na podstawie odpowiednich przepływów pieniężnych, w którym prawa majątkowe są nieformalnie transferowane na posiadacza instrumentu (czyli tworzy się stan podobny do posiadania akcji). Powyższe jest doprecyzowane w stanowisku przedstawionym przez ESMA wskazującym, że takie skutki zachodzą, gdy instrument finansowy ekspozuje jego posiadacza na ryzyko zmienności wartości akcji, a ponadto ułatwia temu posiadaczowi (z perspektywy ekonomicznej) nabycie lub uzyskanie dostępu do instrumentu bazowego (tj. akcji)⁵⁹⁴.

⁵⁹⁰ ESMA, *Final Report ...*, s. 33.

⁵⁹¹ Pogląd na temat raportowalności warrantów subskrypcyjnych pod rządami uprzednio obowiązujących przepisów został wyrażony w publikacji: Ł. Gładki, *Nabywanie...*, s. 50.

⁵⁹² Ł. Gładki, *Nabywanie...*, s. 50.

⁵⁹³ CESR, *CESR proposal...*, s. 3.

⁵⁹⁴ ESMA, *Final Report...*, s. 30–31.

Komplementarnie należy zaznaczyć, że ze względu na kwestie przytoczone powyżej, w przypadku takich instrumentów mamy do czynienia *de facto* z rozszczępieniem uprawnień akcyjnych *sensu largo*. Choć formalnie nie dochodzi do rozejścia się praw korporacyjnych i majątkowych, to ryzyko związane ze stanem własności akcji obciąża nie akcjonariusza, a posiadacza instrumentu finansowego.

Podkreślenia wymaga fakt, że spełnienie powyższych przesłanek zachodzi niezależnie od tego, czy instrument finansowy jest rozliczany gotówkowo czy poprzez fizyczne wydanie akcji. Z tego względu komentowany przepis powinien objąć swoim zakresem przypadek derywatów użytych np. w kazusie *Continental-Schaeffler* (tj. kontraktów *total return swap*).

Na podstawie art. 69b ust. 6 UOP, listę instrumentów finansowych ustanowiono w ramach rozporządzenia Ministra Finansów⁵⁹⁵ (w § 2 tego rozporządzenia), stanowiącym transpozycję art. 13 ust. 1b Dyrektywy o przejrzystości. Zgodnie z nim, na potrzeby art. 69b ust. 2 i 3 UOP uwzględnia się następujące derywaty:

1. papiery wartościowe;
2. opcje;
3. kontrakty terminowe typu *future*;
4. swapy;
5. umowy *forward* na stopy procentowe;
6. kontrakty na różnicę;
7. inne instrumenty finansowe, które mają skutki ekonomiczne podobne do skutków instrumentów finansowych wymienionych w pkt 1-6 powyżej.

Powyższy katalog nie ma charakteru wyczerpującego (zamkniętego). Należy zwrócić uwagę, że zawarcie danego typu instrumentu finansowego w przytoczonej liście nie prowadzi automatycznie do objęcia go obowiązkami notyfikacyjnymi⁵⁹⁶. Taki instrument bowiem musi spełnić kryteria ustanowione w ramach art. 69b ust. 1 UOP. W tym zakresie podkreślić należy, że art. 69b ust. 6 UOP, będący podstawą wydania rozporządzenia Ministra Finansów wspomnianego powyżej (tj. rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 7 czerwca 2016 r. w sprawie wykazu instrumentów finansowych), odwołuje się do art. 69b ust. 1 UOP. Również samo rozporządzenie

⁵⁹⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 7 czerwca 2016 r. w sprawie wykazu instrumentów finansowych (Dz. U. z 2016 r. poz. 819).

⁵⁹⁶ J. Szewczyk, *Obowiązki...*, s. 11.

odwołuje się do wymienionego artykułu UOP (§ 1 tego rozporządzenia). Ponadto rozporządzenie jako akt będący niżej w hierarchii aktów prawnych niż ustawa nie może modyfikować treści UOP. Dlatego też należy przyjąć, że w przypadku, gdy przesłanki z art. 69b ust. 1 UOP nie zostaną spełnione, a dany instrument jest uwzględniony na przytoczonej liście, nie dojdzie do aktualizacji obowiązków informacyjnych.

W związku z faktem, że nabycie instrumentu finansowego nie wiąże się samo w sobie z wejściem w posiadanie prawa głosu, istnieje konieczność dokonania ponownego raportowania w przypadku realizacji instrumentu (tj., gdy dochodzi do nabycia instrumentu bazowego)⁵⁹⁷.

Dla potrzeb określenia, czy doszło do przekroczenia progów notyfikacyjnych, konsoliduje się prawa głosu z akcji oraz liczbę głosów związanych z instrumentem finansowym⁵⁹⁸. Dlatego ustanowiono zasady obliczania liczby głosów w przypadku:

- w sytuacji z art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP – liczba praw głosów odpowiada liczbie głosów wynikających z akcji, do których odnosi się instrument finansowy⁵⁹⁹;
- w sytuacji z art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP – stosuje się zasady wskazane powyżej, chyba że instrument jest rozliczany gotówkowo. W takim przypadku liczba praw głosów odpowiada iloczynowi liczby praw głosów z akcji (których dotyczy instrument finansowy) oraz współczynnika delta przypisanego dla konkretnego typu instrumentu finansowego⁶⁰⁰.

Wyżej wskazany współczynnik delta jest określony w rozporządzeniu Komisji Europejskiej. Dla instrumentów o liniowym, symetrycznym profilu dochodu z akcją bazową – współczynnik ten wynosi 1. Natomiast dla instrumentów, które nie posiadają liniowego, symetrycznego profilu dochodu z akcją bazową, wysokość współczynnika określa się w drodze wyceny, przy czym wykorzystany model bierze pod uwagę złożoność i ryzyko instrumentu, oraz jest stosowany konsekwentnie. Sama liczba praw

⁵⁹⁷ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69b, nb. 4.

⁵⁹⁸ J. Szewczyk, *Obowiązki...*, s.11.

⁵⁹⁹ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 947.

⁶⁰⁰ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 947.

głosu (z wykorzystaniem współczynnika delta) powinna być kalkulowana każdego dnia z uwzględnieniem ostatniej ceny danych akcji określonej na moment zamknięcia⁶⁰¹.

Nadmienić należy, że dla potrzeb ustalenia obowiązków notyfikacyjnych bierze się pod uwagę wyłącznie pozycję długą. Zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady⁶⁰², przez pozycję długą relewantną dla komentowanych regulacji rozumie się pozycja będąca wynikiem:

- posiadania akcji wyemitowanej przez spółkę;
- zawarcia transakcji, w wyniku której powstaje instrument finansowy lub zawarcie transakcji związanej z takim instrumentem, gdy skutkiem lub jednym ze skutków takiej transakcji jest uzyskanie korzyści finansowej przez osobę zawierającą tę transakcję, w przypadku wzrostu ceny lub wartości danej akcji.

Natomiast notyfikacji nie podlega pozycja krótka. Przez pozycję krótką (ramach powyższego rozporządzenia) rozumie się pozycję będącą wynikiem:

- krótkiej sprzedaży akcji wyemitowanych przez spółkę;
- zawarcia transakcji, w wyniku której powstaje instrument finansowy, lub zawarcie transakcji związanej z takim instrumentem, gdy skutkiem lub jednym ze skutków takiej transakcji jest uzyskanie korzyści finansowej przez osobę zawierającą tę transakcję, w przypadku spadku ceny lub wartości danej akcji.

3.4.3.4 Zakres notyfikowanych informacji i termin raportowania

Po zdarzeniu powodującym aktywację obowiązków notyfikacyjnych, uczestnik rynku jest zobowiązany powiadomić o tym fakcie KNF oraz emitenta. Zawiadomienie powinno być wykonane niezwłocznie, nie później niż w terminie 4 dni roboczych od dnia, w którym dowiedział się on o zmianie udziału w ogólnej liczbie głosów lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć. W przypadku zmiany wynikającej z nabycia lub zbycia akcji spółki publicznej w transakcji zawartej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu – zawiadomienia dokonuje się nie

⁶⁰¹ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69b, nb. 8.

⁶⁰² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz. U. UE. L. z 2012 r. nr 86, str. 1 z późn. zm.).

później niż w terminie 6 dni sesyjnych od dnia zawarcia transakcji. Powyższe terminy (4 i 6 dni) są terminami maksymalnymi. Dla potrzeb poprawnego wykonania obowiązku notyfikacyjnego, dokonanie zawiadomienia w ostatni dzień tych terminów może zostać uznane za prawidłowe jedynie, gdy podmiot zobowiązany wykaże, że wystąpiły obiektywne przeszkody dla niezwłocznego przeprowadzenia takiego zawiadomienia⁶⁰³.

Zgodnie z art. 69 ust. 4 UOP zakres notyfikowanych informacji powinien zawierać:

- datę i rodzaj zdarzenia powodującego zmianę udziału, której dotyczy zawiadomienie;
- liczby akcji posiadanych przed zmianą udziału i ich procentowy udział w kapitale zakładowym spółki oraz liczbę głosów z tych akcji i ich procentowy udział w ogólnej liczbie głosów;
- liczbę aktualnie posiadanych akcji i ich procentowy udział w kapitale zakładowym spółki oraz liczbę głosów z tych akcji i ich procentowy udział w ogólnej liczbie głosów;
- informację o podmiotach zależnych od akcjonariusza dokonującego zawiadomienia, posiadających akcje spółki;
- osobach z którymi zawarto umowę, której przedmiotem jest przekazanie uprawnienia do wykonywania prawa głosu;
- liczbę głosów z akcji, do których odnoszą się instrumenty finansowe określone w art. 69b ust. 1 UOP (z uwzględnieniem współczynnika delta), rodzaju lub nazwie tych instrumentów, datę ich wygaśnięcia oraz datę lub termin, w którym nastąpi lub może nastąpić nabycie akcji;
- łączną sumę liczby głosów i procentowy udział w ogólnej liczbie głosów.

Należy zaznaczyć, że powyższa regulacja nie zawiera informacji na temat liczby głosów i ich procentowego udziału w ogólnej liczbie głosów w emitencji, co do których uczestnik rynku posiada prawo ich wykonywania bez formalnego posiadania akcji, a także wykazywania danych identyfikujących innych członków porozumienia, jeżeli zawarto porozumienie, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 UOP. Również

⁶⁰³ A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 69, nb. 35.

negatywnie należy ocenić brak uwzględnienia informacji na temat podmiotu, z którym uczestnik rynku zawarł instrument finansowy określony w art. 69b ust. 1 UOP.

W poprzedniej wersji UOP zakres notyfikowanych danych uwzględniał informacji o zamiarach dalszego zwiększania udziału w ogólnej liczbie głosów w okresie 12 miesięcy od jego złożenia oraz celu zwiększania tego udziału w przypadku, gdy zawiadomienie było składane w związku z osiągnięciem lub przekroczeniem 10% ogólnej liczby głosów. Jednak właściwy przepis został uchylony z dniem 4 czerwca 2016 r. Wskazuje się, że była to pozytywna zmiana, gdyż notyfikowana informacja miała niewiążący charakter (tj. mogła podlegać zmianą) i nie miała obiektywnego charakteru⁶⁰⁴.

3.4.3.5 Sankcje

Podstawową sankcją (obok sankcji odszkodowawczej⁶⁰⁵) za naruszenie obowiązków ujętych w art. 69 UOP jest pozbawienie możliwości wykonywania prawa głosu (art. 89 ust. 1 UOP). Sankcja jest nakładana na akcjonariusza. W jej efekcie nie może on wykonywać prawa głosu z akcji, które są przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego skutkującego osiągnięciem lub przekroczeniem ustawowego progu⁶⁰⁶. Przedmiotowa sankcja aktualizuje się *ex lege*, z momentem niewykonania obowiązków notyfikacyjnych, tj. z upływem ostatniego dnia terminu na przeprowadzenie raportowania⁶⁰⁷.

Przepis art. 89 ust. 1 UOP ma na celu przede wszystkim dyscyplinowanie nabywców dużych pakietów akcji. Dotyczy to w szczególności przypadków, w ramach których, dla takich nabywców, korzystne ekonomicznie byłoby naruszenie obowiązków notyfikacyjnych przy jednoczesnej zapłacie kary administracyjnej. Miałyby to miejsce, gdy ukrycie faktu budowania pozycji względem spółki publicznej byłoby biznesowo bardziej opłacalne niż poniesienie kosztu wymienionej kary⁶⁰⁸.

⁶⁰⁴ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 25.

⁶⁰⁵ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 89, nb. 1.

⁶⁰⁶ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 89, nb. 4.

⁶⁰⁷ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 89, nb. 9.

⁶⁰⁸ A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, art. 89, pkt 1.

Same głosy oddane w związku z akcjami, na które nałożono przedmiotową sankcję głosu, nie są brane pod uwagę podczas obliczania wyniku głosowania na walnym zgromadzeniu spółki, z zastrzeżeniem przepisów innych ustaw (art. 89 ust. 3 UOP)⁶⁰⁹.

W doktrynie kwestią sporną jest określenie skutków prawnych nieprawidłowego wykonania obowiązków informacyjnych, tj. ich realizacji po upływie ustawowego terminu. Część autorów wskazuje, że wykonanie tych obowiązków może skutkować ustaniem sankcji⁶¹⁰. Jest to motywowane wykładnią funkcjonalną i treścią art. 97 UOP, zgodnie z którym KNF może wyznaczyć termin ponownego wykonania obowiązków⁶¹¹. Przeciwnie stanowisko wskazuje natomiast, że nie można odzyskać prawa głosu po wykonaniu (po ustawowym terminie) obowiązków notyfikacyjnych, gdyż sam przepis nie przewiduje takiej możliwości⁶¹². Przy czym należy wskazać, że pierwszy z poglądów prowadziłby do znaczącego ułatwienia „wkradania się” do spółek publicznych i niejawnego budowania pozycji właścicielskiej. Wynika to z faktu, że akcjonariusz naruszający obowiązki notyfikacyjne mógłby wstrzymać się z ujawnieniem stanu posiadania do dnia walnego zgromadzenia i w tym dniu sanować brak możliwości wykonywania prawa głosu (zakładając, że godziłby się na poniesienie kosztu kary administracyjnej). Dlatego, jeżeli można by dopuścić możliwość ustania sankcji, to mogłoby to mieć miejsce wyłącznie w ramach ponownego raportowania, w warunkach wyznaczonych przez art. 97 ust. 4 UOP.

Wydaje się, że sankcja może być nałożona w sytuacjach, gdy naruszenie wynika z art. 69a i 69b UOP⁶¹³, a także art. 87 UOP, ponieważ przepisy te odnoszą się do obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 UOP. W szczególności należy wskazać, że jej zakres zastosowania obejmuje przypadki, w których akcjonariusz i osoba naruszająca obowiązki notyfikacyjne to dwa inne podmioty⁶¹⁴. Takie okoliczności

⁶⁰⁹ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 26.

⁶¹⁰ A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej, cz. 1*, „Prawo Spółek 2010”, nr 3, s. 25; R. F. Szymański, *Wina jako kryterium oceny naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych na potrzeby zastosowania sankcji z art. 89 u.o.p.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 8, s. 21; K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 959.

⁶¹¹ A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami...*, s. 25.

⁶¹² M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 826; K. Haładaj [w:] K. Haładaj, *Ustawa...*, s. 513; J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 89, nb. 12; 89.95.

⁶¹³ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 89, nb. 4.

⁶¹⁴ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 958.

często mogą mieć miejsce w ramach stanów wymienionych w powyższych artykułach (np. działanie w porozumieniu, zbycia instrumentu finansowego lub pośrednie nabycie akcji). Wynika to z faktu, że właściwa regulacja nie łączy wymogu dokonania czynności prawnej lub zajścia zdarzenia prawnego z osobą akcjonariusza. Przepis art. 89 ust. 1 UOP przytacza akcjonariusza wyłącznie jako osobę, na którą sankcja jest nakładana⁶¹⁵.

W sytuacji przeniesienia własności akcji przez akcjonariusza obarczonego sankcją na inny podmiot, ten inny podmiot będzie miał możliwość wykonywania prawa głosu. Jednocześnie wskazuje się, że art. 89 ust. 1 UOP nie ma zastosowania do okoliczności ponowne nabycie akcji przez akcjonariusza, który wcześniej był pozbawiony prawa głosu (jeżeli obowiązki notyfikacyjne zostały wykonane w prawidłowy sposób)⁶¹⁶.

Mając na uwadze wykładnię celowościową, w przypadku udzielenia pełnomocnictwa skutkującego powstaniem obowiązków notyfikacyjnych (dla umocowanego) oraz nieprzeprowadzeniem raportowania, pełnomocnik nie będzie mógł wykonywać prawa głosu z tych akcji, choć art. 89 ust. 1 UOP wskazuje, że sama sankcja jest nakładana na akcjonariusza. Pełnomocnik bowiem korzysta z uprawnień przysługujących akcjonariuszowi. Udzielenie pełnomocnictwa, po nałożeniu omawianej sankcji, nie powinno sanować stanu braku możliwości wykonywania prawa głosu. Powyższe wnioski odnoszą się również do sytuacji zastawnika i użytkownika akcji oraz ustanowienia zastawu / użytkowania.

Jak już wskazano, zgodnie z treścią art. 89 ust. 1 UOP, możliwym jest zastosowanie sankcji względem akcji, których dotyczą instrumenty finansowe ujęte w art. 69b ust. 1 UOP. W ich wypadku prawo głosu jest wykonywane przez posiadacza instrumentu bazowego (który niekoniecznie musi być stroną instrumentu finansowego) i może być wykorzystywane w celu zabezpieczenia jego sytuacji ekonomicznej, a nie służyć celom podmiotu posiadającego instrument finansowy. Dodatkowo na podstawie takiego instrumentu finansowego niekoniecznie musi dojść do zmiany posiadania akcji (tj. na moment jego zapadalności). W szczególności biorąc pod uwagę bezterminowy charakter sankcji, jeżeli instrument finansowy zostanie wygaszony, a nie dojdzie do

⁶¹⁵ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 958.

⁶¹⁶ A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, art. 89, pkt 2.

transferu akcji, obecny akcjonariusz pozostaje bez możliwości wykonywania prawa głosu.

Analogicznie, obecnie zachodzi możliwość nałożenia przytaczanej sankcji w związku z akcjami, których będzie dotyczył zamiar dokonania czynności skutkującej powstaniem obowiązków notyfikacyjnych przez przynajmniej jednego członka porozumienia. Mimo braku zawarcia formalnej bądź nieformalnej umowy nabycia tych akcji lub instrumentu finansowego dotyczącego akcji spółki publicznej, akcjonariusz może zostać bezterminowo pozbawiany możliwości wykonywania prawa głosu. Jest to szczególnie kontrowersyjne, w przypadkach, gdy akcjonariusz nie jest świadomy zamiaru działających w porozumieniu. Sankcja ta w takim przypadku może być na niego nałożona, gdy nawet nie podejmuje on jakichkolwiek czynności mogących powodować powstanie obowiązków notyfikacyjnych.

Biorąc pod uwagę powyższe przykłady, należy negatywnie ocenić treść przepisu art. 89 ust. 1 UOP, ponieważ pozwala on na nałożenie sankcji dotyczącej wykonywania prawa głosu, na podmioty nieświadome zajście czynności prawnej lub zdarzenia prawnego i w efekcie powstania obowiązku notyfikacyjnego, a także w szerszym ujęciu, na osoby nie obciążone tą powinnością. *De lege ferenda* powyższa regulacja powinna być zmieniona w ten sposób, aby wyłączyć możliwość zastosowania sankcji w powyższych sytuacjach.

Przytaczana sankcja nie odnosi się natomiast do sytuacji zbycia akcji lub stanów podobnych, które prowadziłyby do obniżenia posiadanych praw głosu / redukcji przypisanych praw głosu. Przykładem w tym zakresie jest zbycie instrumentu finansowego. W takiej sytuacji nałożenie zakazu wykonywania prawa głosu byłoby bezprzedmiotowe. Nie wyłącza to jednak możliwości zastosowania sankcji administracyjnej⁶¹⁷.

Nałożenie sankcji z art. 89 ust. 1 UOP na akcjonariusza nie ma wpływa na możliwość wykonywania pozostałych uprawnień korporacyjnych i majątkowych⁶¹⁸. Wymieniona sankcja obejmuje wyłącznie prawo do wykonywania prawa głosu z

⁶¹⁷ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 956.

⁶¹⁸ M. Małaczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 161-171.

określonych akcji. Jednak może ona wpływać również na prawo do zaskarżenia uchwał walnego zgromadzenia⁶¹⁹.

Poza powyższym zakazem wykonywania prawa głosu, KNF może nałożyć sankcje administracyjne na podmiot naruszający obowiązki notyfikacyjne (art. 96 ust. 1a-1f UOP). Sankcje te przyjmują formę kar pieniężnych⁶²⁰. Dodatkowo ten podmiot może również ponosić odpowiedzialność odszkodowawczą na podstawie art. 415 KC wobec innych uczestników rynku, którzy ponieśli szkodę w związku z błędnymi decyzjami inwestycyjnymi bazującymi na niepełnych danych na temat struktury własnościowej spółki publicznej⁶²¹.

3.5 Obowiązki ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji

Obowiązki wezwaniowe zostały ustanowione celem zapewnienia ochrony uczestników rynków. Ich cel jest realizowany poprzez przyznanie możliwości dotychczasowym akcjonariuszom dokonania zbycia akcji, gdy w spółce publicznej dojdzie do przejęcia kontroli przez inny podmiot. Zadaniem tych obowiązków jest wymóg uwzględnienia interesów inwestorów mniejszościowych w ramach transakcji dotyczących przejęć⁶²². Wymienione obowiązki w polskim porządku prawnym są uregulowane w oddziale 2 UOP, który stanowi przejaw implementacji norm unijnych.

3.5.1 dyrektywa w sprawie ofert przejęcia

Na poziomie legislacji unijnej, kwestia wezwań jest uregulowana w dyrektywie w sprawie ofert przejęcia. Dyrektywa ta ma na celu stworzenie jasnych i przejrzystych zasad w zakresie przejmowania kontroli nad spółkami oraz ustanawianie niezbędnej ochrony osobą posiadającym pakiety mniejszościowe⁶²³. Takie założenia są urzeczywistniane poprzez regulacje zobowiązujące podmioty przejmujące kontrolę do złożenia oferty pozostałym akcjonariuszom dotyczącej nabycia ich akcji po godziwej cenie. Nadmienić należy, że w takim zakresie przepisy dyrektywy mają charakter

⁶¹⁹ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyłlas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 89, nb. 14.

⁶²⁰ R. F. Szymański, *Wina jako kryterium...*, s. 20.

⁶²¹ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 302 i n.

⁶²² M. Wierzbowski [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, 2002, passim; M. Wierzbowski, M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji spółek publicznych*, 2002, passim.

⁶²³ Pkt 2 oraz 9 preambuły do dyrektywy w sprawie ofert przejęcia; J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *The European...*, s. 33 i nast.

semiimperatywny, gdyż państwa członkowskie mogą zachować dowolność w zakresie wdrażania dodatkowych środków ochrony⁶²⁴.

Wzorcem normatywnym polskich obowiązków wezwaniowych jest art. 5 Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia. Przepis ten dotyczy osób działających indywidualnie lub w porozumieniu, posiadających papiery wartościowe przyznające bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów, który daje kontrolę nad spółką. W takich sytuacjach, wymienione osoby składają ofertę kierowaną, w najwcześniejszym możliwym terminie, do wszystkich posiadaczy papierów wartościowych i obejmującą wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe. Oferta to powinna dotyczyć nabycia tych papierów po godziwej cenie. Wyżej wymienione papiery wartościowe, zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. e Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia oznaczają zbywalne papiery wartościowe dające prawo głosu w spółce. Natomiast zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. d Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia osoby działające w porozumieniu oznaczają 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 pomyslnego wyniku oferty.

Warto zaznaczyć, że na podstawie art. 5 ust. 3 Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia przekazano państwom członkowskim uprawnienie co do ustalania progów, których przekroczenie skutkuje powstaniem obowiązków wezwaniowych. W konsekwencji progi przyjęte w poszczególnych jurysdykcjach mogą być zróżnicowane, w celu dostosowania ich do lokalnych warunków występujących na różnych rynkach giełdowych⁶²⁵.

Dyrektywa w sprawie ofert przejęcia określa sposób ustalania ceny (tzw. cena godziwa) w ramach wymienionej oferty nabycia pozostałych akcji w spółce publicznej⁶²⁶. Jej przepisy regulujące tą kwestie mają przede wszystkim na celu

⁶²⁴ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 105-106.

⁶²⁵ J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *The European...*, s. 86-87; T. Regucki, *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji – uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2012, nr 3, s. 77; M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, s. 418-420.

⁶²⁶ J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *The European...*, s. 31-32; B. Garlacz, *Wrogię przejęcia w świetle nowych regulacji prawa polskiego i XIII Dyrektywy WE – analiza porównawcza*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 22, s. 1208-1209.

zapobieganie sytuacjom, w których zaproponowana cena wykupu jest niższa niż faktyczna wartość akcji lub jest pozbawiona części tzw. premii za kontrolę⁶²⁷. Dodatkowo, we wspomnianej dyrektywie przewidziano możliwość zaoferowania przez podmiot przejmujący kontrolę innych papierów wartościowych tytułem rozliczenia oferty nabycia (lub zastosowania częściowego rozliczenia gotówkowego i częściowego rozliczenia poprzez wydanie innych papierów wartościowych)⁶²⁸.

Zgodnie z regulacjami Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, w celu podjęcia jakichkolwiek działań zmierzających do udaremnienia przejęcia, zarząd spółki powinien uzyskać zgodę walnego zgromadzenia akcjonariuszy na podjęcie działań. Oznacza to, że zarząd nie może samodzielnie podejmować aktywności obronnych. Wdrożenie takiego rozwiązania w państwach członkowskich jest opcjonalne⁶²⁹.

3.5.2 Polskie regulacje dotyczące obowiązków wezwaniowych

Ustawa o ofercie ustanawia dwa typy wezwań – dobrowolne oraz obowiązkowe. Pierwszy z nich pozostaje poza obszarem tematyki podejmowanej w dysertacji, więc nie będzie szerzej omawiany. Wynika to z faktu, że nie dotyczy on powinności nabywcy znacznych pakietów akcji, a jego przeprowadzenie zależne jest jedynie od woli uczestnika rynku.

3.5.2.1 Zakres polskich regulacji

W polskim porządku prawnym, podstawowym przepisem dotyczącym komentowanego zagadnienia jest art. 73 UOP. Ustanawia on obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki publicznej. Obowiązek ten ciąży na akcjonariuszach lub podmiotach, które pośrednio nabyły akcje, gdy doszło do przekroczenia progu 50% ogólnej liczby głosów. Podkreślić należy, że jest to nowy przepis (tj. wprowadzony z dniem 30 maja 2022 r.) oraz zasadniczo różni się od poprzednich regulacji.

Przed nowelizacją wprowadzającą próg 50% (w miejsce progów 33% i 66%), w polskim porządku prawnym funkcjonowały dwa typy wezwań – uprzednie i następcze. Zgodnie z pierwszym z nich nabycie akcji dających większą liczbę głosów niż określony próg mogło nastąpić wyłącznie w drodze wezwania. Natomiast w przypadku

⁶²⁷ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 107-108.

⁶²⁸ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 107-108.

⁶²⁹ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 80a, nb. 12.

drugiego, do materializacji komentowanego obowiązku dochodziło wyłącznie w określonych sytuacjach, gdy próg został już przekroczony⁶³⁰. Obowiązek następczy był zatem wyjątkiem od zasady mówiącej, że przekroczenie progu mogło nastąpić w wyniku ogłoszenia wezwania⁶³¹. Do zdarzeń powodujących powstanie obowiązku następczego należało pośrednie nabycie akcji, objęcie akcji nowych emisji, nabycie akcji w wyniku oferty publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenie lub podział spółki, zmiana jej statutu, wygaśnięcie uprzywilejowania akcji lub zajęcie innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego. W literaturze prawniczej podkreślano, że w niektórych sytuacjach aktywacja komentowanego obowiązku mogła wynikać ze zdarzeń lub okoliczności, które pozostawały poza wpływem akcjonariusza⁶³². Podkreślić należy, że jest to wciąż aktualna teza, pomimo zmiany właściwych regulacji.

Artykuł 73 ust. 1 UOP, odmiennie od Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, która zawiera sformułowanie „*papiery wartościowe (...) dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów*”, nie dotyczy wprost nabycia akcji, lecz odnosi się do przekroczenia progu ogólnej liczby głosów. W obecnym przepisie użyto sformułowania „*W przypadku przekroczenia (...) ogólnej liczby głosów w spółce publicznej*”. Natomiast nie określa on w jaki sposób może dojść do tego przekroczenia lub w jaki sposób liczyć procentowy udział akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów. Interpretując ten przepis w świetle Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, należy dojść do wniosku, że przekroczenie / wyliczenie procentowej liczby głosów powinno być kalkulowane w oparciu o głosy z akcji posiadanych przez akcjonariusza, z uwzględnieniem okoliczności ujętych w art. 87 UOP (które zostaną szczegółowo przeanalizowane w dalszym toku dysertacji). Ze względu na doniosłe konsekwencje zastosowania art. 73 UOP, przyjmowanie szerszego rozumienia w tym zakresie wydaje się nieuprawnione bez jasnej intencji ustawodawcy uwidocznionej w treści samego przepisu.

Celem obowiązków wezwaniowych zgodnie z pkt 9 Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia (jak już wyżej wspomniano) jest ochrona posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia

⁶³⁰ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 115.

⁶³¹ A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 73, nb. 4.

⁶³² A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami...*, s. 22.

kontroli nad spółką. Należy zaznaczyć, że do takiego przejęcia kontroli niekoniecznie musi dochodzić wyłącznie poprzez sytuacje, w której dany podmiot osiąga określony próg ogólnej liczby głosów na podstawie posiadanych przez niego akcji. Dlatego polski ustawodawca rozszerzył zakres przypadków dotyczących powstania obowiązków wezwaniowych w art. 87 UOP. Przepis ten odnosi się do m.in. posiadania kwitów depozytowych, posiadania akcji przez osoby trzecie, na zlecenie innego podmiotu, pełnomocnictw⁶³³ lub działania w porozumieniu⁶³⁴.

Regulacje art. 73 oraz 87 UOP nie obejmują zakresem obowiązków wezwaniowych niektórych sytuacji rozszczępienia praw korporacyjnych i majątkowych. Przykładem w tym zakresie są instrumenty finansowe uprawniające do nabycia instrumentu bazowego w postaci akcji spółki publicznej (tj. instrumenty finansowe ujęte w art. 69b ust. 1 UOP). W takim przypadku, co prawda posiadacz instrumentu finansowego jeszcze nie posiada akcji i prawa głosu. Jednak na moment terminu zapadalności takiego instrumentu może on być zobowiązany do ich nabycia. Z tego względu, wykorzystanie derywatów może umożliwić zainteresowanemu podmiotowi odroczenie w czasie powstania obowiązku wezwaniowego, choć zgodnie z zawartym kontraktem, nabędzie on akcje (oraz prawa głosu) w określonym momencie w przyszłości. Podobna sytuacja zachodzi w przypadku instrumentów finansowych które uprawniają posiadacza do bezwarunkowego nabycia akcji lub instrumentów finansowych rozliczanych gotówkowo – jeżeli na bazie okoliczności faktycznych można rozsądnie oczekiwać, że finalnie dojdzie do transferu akcji. Należy zwrócić uwagę, że podmiot posiadający instrument bazowy (tj. akcje) będzie realizował politykę wobec spółki zgodną z interesem posiadacza derywatów. Takie okoliczności nie będą natomiast miały swojego źródła w porozumieniu łączącym zaangażowane strony, lecz w uwarunkowaniach ekonomicznych. Dlatego siła wpływu posiadacza instrumentu finansowego na spółkę publiczną będzie wzmocniona poprzez wagę głosów przysługujących posiadaczowi instrumentu bazowego. Skutkować to będzie tym, że już na moment zawarcia instrumentu finansowego jego posiadacz przejmie faktyczną kontrolę nad emitentem.

W zakresie rozszczępienia praw należy również wskazać na sytuację ustanowienia zastawu lub użytkowania na akcjach. W ramach regulacji z zakresu

⁶³³ M. Mataczyński [w:] T. Sójka (red), *Ustawa...*, art. 87, nb. 1.

⁶³⁴ M. Michalski [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa...*, art. 87, nb. 19-21.

obowiązków wezwaniowych nie zawarto odniesienia do zastawu i użytkowania (w przypadku powinności notyfikacyjnych kwestia ustanowienia zabezpieczenia jest ujęta w art. 69a ust. 1 UOP). W tym kontekście wskazać należy, że zastosowanie art. 73 UOP pociąga za sobą daleko idące konsekwencje, takie jak na przykład wymóg przeprowadzenia skomplikowanej procedury wezwania na akcje, duży wysiłek finansowy obowiązanego i konieczność „zamrożenia” znacznych środków pieniężnych. Z tego powodu art. 73 UOP nie powinien być interpretowany rozszerzająco. W zakres jego zastosowania powinny wchodzić wyłącznie przypadki wyraźnie w nim ujęte. Ponadto ustanowienie użytkowania bądź zastawu jest stanem tymczasowym, w którym kontrolę nad spółką publiczną można uzyskać tylko przejściowo (na czas trwania użytkowania lub zastawu). Natomiast ustawodawca w celu objęcia tych sytuacji obowiązkami wezwaniowymi powinien wprost wyrazić we właściwych regulacjach taką intencję. Dlatego, wobec braku istnienia przepisów wskazujących na powstanie wymienionej powinności w okolicznościach ustanowienia zastawu lub użytkowania, należy uznać, że w obecnym porządku prawnym przepis art. 73 UOP nie dotyczy tych okoliczności. Uwagi *de lege ferenda* w tym zakresie zostaną przedstawione w dalszej części dysertacji.

W ramach analizy obowiązków wezwaniowych należy dodatkowo zwrócić uwagę na przypadek transakcji dotyczących pożyczek, których przedmiotem są akcje. W szczególności ma to znaczenie, gdy takie pożyczki są zawierane na krótki okres czasu (np. sprzedaż krótka). W takiej sytuacji podmiot, który nie osiągnął progu 50% ogólnej liczby głosów, jednak jego stan posiadania jest nieznacznie mniejszy niż wymieniony próg – nie może dokonywać komentowanych transakcji, bez konieczności przeprowadzenia wezwania. Nie jest to uzasadnione, z uwagi na fakt, że krótkotrwałe pożyczki akcji tworzą jedynie tymczasowy stan uzyskania kontroli nad spółką. Jednak przypadek, w którym takie instrumenty stanowiłyby narzędzie mające na celu obejście właściwych regulacji (np. zawieranie serii następujących po sobie pożyczek), powinien powodować aktywację obowiązków wezwaniowych.

W doktrynie sporny jest charakter prawny wezwania⁶³⁵. Zgodnie z jednym ze stanowisk zawiera ono wszystkie cechy właściwe ofercie ujętej w art. 66 § 1 KC.

⁶³⁵ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 8.

Stanowi to uzasadnienie do przyjęcia, że wzywającego należy postrzegać jako oferentem⁶³⁶. Natomiast według innych głosów doktryny, wezwanie powinno się kwalifikować wyłącznie jako zaproszeniem do składania ofert. W takim przypadku ofertę będzie stanowić odpowiedź na wezwanie (tj. zapis na akcje)⁶³⁷. Potwierdzać ma to fakt, iż wzywający na moment dokonania wezwania nie może sprecyzować z góry ściśle określonej liczby akcji nabywającej w ramach realizowania tego instrumentu prawnego. Wynika to z możliwości redukcji zapisów na akcje⁶³⁸. Warto wskazać, że KNF prezentuje stanowisko, że wezwanie ma charakter oferty w rozumieniu art. 66 § 1 KC⁶³⁹.

Liczenie ogólnej liczby głosów w przypadku oceny czy doszło do przekroczenia określonych progów, powinno być dokonywane zgodnie z zasadami opisanymi w punkcie 3.4.3 niniejszej dysertacji (na analogicznych zasadach jak w przypadku obowiązków notyfikacyjnych).

3.5.2.2 Sankcje

W przypadku naruszenia obowiązków wezwaniowych, obligatoryjna sankcja jest ujęta w art. 89 ust. 2 i 2a UOP⁶⁴⁰. Ponadto, gdy w ramach wezwania dojdzie do nabycia akcji po cenie ustalonej z naruszeniem art. 79-79b UOP, zastawanie znajdzie art. 89 ust. 1 pkt 3 UOP. Natomiast w okolicznościach nabycia lub objęcia akcji z naruszeniem zakazu, o którym mowa w art. 77g pkt 3 albo art. 88a UOP, albo niezgodnie z art. 77g pkt 1 UOP, podmiot, który nabył lub objął akcje, oraz podmioty od niego zależne nie mogą wykonywać prawa głosu z tych akcji.

Artykuł 89 ust. 2 i 2a UOP w przypadkach naruszeń obowiązku ogłoszenia wezwania, ustanawia sankcję bardziej dotkliwą niż ma to miejsce w sytuacji obowiązków informacyjnych. Sankcja ta bowiem dotyczy prawa głosu ze wszystkich akcji będących w posiadaniu obowiązanego. Podmiot obciążony analizowaną sankcją

⁶³⁶ A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 1, s. 20; M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 8.

⁶³⁷ M. Romanowski, *Prawo...*, s. 802–803; M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 8.

⁶³⁸ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 8.

⁶³⁹ E. Olszak, A. Plutecki, KNF, *Obowiązki notyfikacyjne akcjonariuszy związane ze zmianami udziałów w ogólnej liczbie głosów oraz osób pełniących obowiązki zarządcze w spółkach publicznych – Część I*, Warszawa 2018, s. 38.

⁶⁴⁰ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 22.

nie może wykonywać prawa głosu z akcji nabytych z naruszeniem obowiązków wezwaniowych, ale także ze wszystkich pozostałych, posiadanych przez niego akcji spółki publicznej, niezależnie od sposobu ich nabycia (tj. czy sposób nabycia był zgodny z przepisami rozdziału 4 UOP) lub uprzedniej możliwości korzystania z praw korporacyjnych⁶⁴¹. W doktrynie wskazuje się, że taka konstrukcja pozbawienia *ex post* prawa głosu z prawidłowo nabytych akcji, stanowi niedopuszczalną ingerencję w sferę praw podmiotowych, które powinny być objęte ochroną praw słusznie nabytych. Dlatego wskazuje się, że ta sankcja może być niezgodna z konstytucją⁶⁴².

Warto zwrócić uwagę na odmienną konstrukcję norm z art. 89 ust. 2 i 2a UOP i art. 89 ust. 1 pkt 1 UOP. Pierwsza z nich nakłada sankcję na podmiot, który przekroczył próg ogólnej liczby głosów. Druga natomiast dotyczy akcjonariusza. Jest to odmienny zakres adresatów omawianych przepisów. Artykuł 89 ust. 1 pkt 1 UOP może dotyczyć akcjonariuszy cechujących się stanem posiadania niższym niż wysokość progów z tego przepisu. Może to mieć miejsce, gdy osoby działające w porozumieniu mają zamiar nabycia akcji i nie dokonują raportowania, a akcjonariusz będący właścicielem tych akcji nie ma obowiązku notyfikacyjnego. Taka sytuacja jest wykluczona w art. 89 ust. 2 i 2a UOP. Wskazać należy, że nie tylko akcjonariusz może być obowiązany do wykonania obowiązków z art. 73 UOP.

Artykuł 89 ust. 2a UOP rozszerza zakres sankcji braku możliwości wykonywania prawa głosu także na podmioty zależne (w rozumieniu art. 4 pkt 15 UOP) od podmiotu, który nabył akcje z naruszeniem obowiązków wezwaniowych (w tym akcjonariusza). Rozciąga się ona na wszelkie akcje posiadane przez te podmioty⁶⁴³.

Transfer akcji na inny podmiot, po nałożeniu sankcji z art. 89 ust. 2 i 2a UOP, może powodować przywrócenie możliwości wykonywania prawa głosu z tych akcji. Wynika to z faktu, że ta sankcja jest związana z konkretną osobą (np. akcjonariuszem) naruszającą obowiązki wezwaniowe⁶⁴⁴.

Poglądy doktryny przedstawione w podrozdziale 3.4.3.5 na temat możliwości sanowania skutku nałożenia sankcji braku możliwości wykonywania prawa głosu i jej

⁶⁴¹ R. F. Szymański, *Wina...*, s. 20.

⁶⁴² R. F. Szymański, *Wina...*, s. 20.

⁶⁴³ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 89, nb. 4.

⁶⁴⁴ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki...*, s. 155-156; A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Obrót znacznymi...*, s. 29-30; M. Romanowski, *Nabywanie znacznych pakietów akcji własnych spółek publicznych, glosa do uchwały SN z dnia 27 marca 2003 r., I KZP 6/03*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 5, s. 39.

bezterminowego obowiązywania odnosiły się również do kwestii obowiązków wezwaniowych. W tym zakresie istnieje spór w doktrynie⁶⁴⁵ (co już wskazywano w toku dysertacji na gruncie rozważań dotyczących obowiązków notyfikacyjnych). Jednak biorąc pod uwagę znaczną dotkliwość sankcji w przypadku obowiązków wezwaniowych (tj. sankcja ta dotyczy wszystkich akcji obowiązanego), nie sposób przyjąć analogicznych wniosków jak w przypadku naruszenia art. 69 UOP. Dlatego sankcja z art. 89 ust. 2 i 2a nie powinna być bezterminowa, a następcze, prawidłowe wykonanie powinności z art. 73 UOP powinno ją sanować.

3.6 Przymusowy wykup i odkup akcji

Omawiane w dysertacji kwestie dotyczące rozszczepiania praw akcyjnych (*sensu stricte* oraz *sensu largo*) oprócz wpływu na obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe, mogą również oddziaływać na mechanizm przymusowego wykupu i odkupu akcji. Niemniej przymusowy wykup akcji nie jest obowiązkiem akcjonariusza większościowego, lecz jego uprawnieniem. Natomiast przymusowy odkup akcji jest uprawnieniem akcjonariuszy mniejszościowych, a nie nabywców znacznych pakietów akcji. Zatem tematyka ta zostanie poruszona w ograniczonym zakresie jako niezwiązana bezpośrednio z problematyką dysertacji.

3.6.1 Przymusowy wykup akcji

Przymusowy wykup akcji został ujęty w art. 82 UOP. Jego wzorcem normatywnym był art. 15 Dyrektywy w sprawie ofert przejęć. Rozwiązanie wdrażane przez ww. regulacje zostało zaproponowane w raporcie ze stycznia 2002 r. przygotowanym przez tzw. Grupę Wintera⁶⁴⁶.

Istotą wymienionego mechanizmu jest możliwość przysługująca akcjonariuszowi większościowemu, który osiągnął lub przekroczył próg 95% ogólnej liczby głosów – wspólnie z podmiotami zależnymi / dominującymi. Dotyczy on prawa do żądania wykupu pozostałych akcji spółki posiadanych przez inne podmioty⁶⁴⁷. Obowiązek ten aplikuje się również do podmiotów będących stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP. Warto nadmienić, że komentowany przepis

⁶⁴⁵ R. F. Szymański, *Wina...*, s. 21-22.

⁶⁴⁶ J. Winter, *Report of the High-Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruksela 2002.

⁶⁴⁷ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 82, nb. 1.

odnosi się do samego faktu zawarcia porozumienia. Natomiast jego elementem nie jest zamiar dokonania czynności aktywujących obowiązki ujęte w rozdziale 4 UOP (co zostanie szczegółowo omówione w dalszej części dysertacji). Dodatkowo pozostałe zdarzenia pozostające w zakresie art. 87 ust. 1 UOP nie prowadzą do powstania uprawnienia do wykonania przymusowego wykupu.

Jak wskazuje się w doktrynie, komentowany mechanizm ma na celu łagodzenie konfliktów interesów istniejących wśród akcjonariuszy (tj. konflikt pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a mniejszościowymi)⁶⁴⁸. Jest on przede wszystkim instrumentem ochrony akcjonariuszy większościowych wobec sytuacji nadużywania praw mniejszości. Pozwala on na redukcję kosztów funkcjonowania, wynikających z obecności drobnych akcjonariuszy, a także usprawnienie procesu decyzyjnego⁶⁴⁹.

3.6.2 Przymusowy odkup akcji (żądanie wykupu)

Akcjonariusze mniejszościowi, gdy dany podmiot (lub podmioty które działają w porozumieniu) osiągnie lub przekroczy próg 95% ogólnej liczby głosów, mają prawo żądania odkupu posiadanych przez nich akcji. Obowiązek dokonania wykupu spoczywa na akcjonariuszu większościowym i dotyczy to także sytuacji, w której powstanie tego obowiązku zaszło w związku z akcjami posiadanyymi przez podmioty zależne lub dominujące⁶⁵⁰. Możliwość żądania przymusowego odkupu akcji została ustanowiona w art. 83 UOP, stanowiącym implementację art. 16 Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

Mechanizm przymusowego odkupu akcji jest "lustrzanym odbiciem" omówionego powyżej przymusowego wykupu. Z jednej strony akcjonariusz lub akcjonariusze większościowi posiadają uprawnienie pozwalające na wykluczenie pozostałych osób ze spółki, niezależnie od ich woli. Natomiast przeciwne prawo przysługuje akcjonariuszom mniejszościowym, którzy mogą zachować możliwość wystąpienia ze zmajoryzowanej spółki z zagwarantowaną kwotą minimalnego wynagrodzenia za swoje akcje⁶⁵¹.

⁶⁴⁸ A. Radwan, *Regulacja przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy – uwagi de lege ferenda*, „Monitor Prawniczy” 2003, nr 11, s. 500; A. Radwan, *Aktualna i przyszła regulacja wykupu akcji drobnych akcjonariuszy w polskim i europejskim prawie spółek*, „Przegląd Legislacyjny” 2003, nr 6, s. 44.

⁶⁴⁹ P. Mazur, *Uprawnienia i obowiązki akcjonariusza względem pozostałych akcjonariuszy wynikające ze stosunku spółki*, Warszawa 2021, s. 193.

⁶⁵⁰ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 83, nb. 2.

⁶⁵¹ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 83, nb. 2.

W przypadku, gdy spółka jest zmajoryzowana (95% głosów przysługuje akcjonariuszowi lub akcjonariuszom większościowym), akcjonariusz mniejszościowy ma osłabioną sytuację prawną⁶⁵². Dlatego art. 83 UOP ma za zadanie ochronę praw mniejszości w przypadku przejęcia pełnej kontroli nad spółką przez inne podmioty. W takim przypadku dochodzi do zmarginalizowania roli akcjonariuszy mniejszościowych. Powyższa sytuacja prowadzi także do obniżenia płynności obrotu i w efekcie tworzy stan uwięzienia w spółce drobnych akcjonariuszy⁶⁵³.

3.6.3 Przymusowy wykup i odkup akcji a rozszczepianie praw majątkowych i korporacyjnych

Przymusowy wykup lub odkup akcji jest aktywowany w przypadku pośredniego lub bezpośredniego posiadania akcji lub działania w porozumieniu akcjonariuszy większościowych. Jednak zakresem art. 82 i 83 UOP nie są objęte sytuacje zaadresowane w art. 87 UOP (z wyjątkiem dotyczącym działania w porozumieniu). Dlatego też wspomniane artykuły swoim zakresem przedmiotowym nie obejmują stanów rozszczepienia praw korporacyjnych i majątkowych.

Z powyższego powodu może tworzyć się w *de facto* majoryzowanych spółkach niekorzystna sytuacja dla akcjonariuszy mniejszościowych. Ma to miejsce, gdy podmiot lub podmioty dominujące utrzymują swój stan posiadania poniżej progu 95%, utrzymując równocześnie pozycje zapewniające im łatwe wejście w posiadanie dodatkowych akcji, np. poprzez utrzymywanie instrumentów finansowych ujętych w art. 69b UOP. W takim wypadku to po ich stronie pozostaje decyzja aktywacji przymusowego wykupu akcji. Dodatkowo wskazany powyżej podmiot lub podmioty dominujące mogą również zawierać długoterminowe umowy, bądź tworzyć stałe zależności pozwalające im osiągnąć wpływ na spółkę publiczną na poziomie 95% (bez faktycznego przekroczenia tego progu bazując na pośrednim / bezpośrednim posiadaniu akcji lub działaniu w porozumieniu). Nie pozwala to mniejszości aktywować jej uprawnienia do żądania przeprowadzenia przymusowego odkupu akcji.

W przypadkach podkreślonych powyżej, drobni akcjonariusze są niejako uwięzieni w spółce publicznej (nie przysługuje im prawo żądania przymusowego

⁶⁵² M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa...*, art. 83, nb. 1.

⁶⁵³ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 83, nb. 1.

odkupu akcji), natomiast to akcjonariat większościowy może zdecydować o momencie ich faktycznego wykluczenia (np. w okresie utrzymującego się niskiego kursu akcji).

3.7 Rozszerzony katalog sytuacji skutkujących powstaniem obowiązku notyfikacyjnego lub wezwaniowego

W ramach polskiego porządku prawnego zakres sytuacji objętych obowiązkami notyfikacyjnymi i wezwaniowymi został rozszerzony przez przepis szczególny – art. 87 UOP. Wspomniana regulacja odnosi się całościowo do rozdziału 4 zatytułowanego „Znaczne pakiety akcji spółek publicznych”. Zgodnie z uzasadnieniem projektu ustawy wprowadzającej ten przepis miał za zadanie wzmocnienie transparentności rynku, a co za tym idzie, uefektywnienie podejmowania decyzji inwestycyjnych⁶⁵⁴. Zadaniem tego artykułu było poszerzenie komentowanych obowiązków na podmioty połączone związkami faktycznymi oraz prawnymi, o charakterze umożliwiającym pośredni wpływ na wykonywanie prawa głosu⁶⁵⁵.

Zgodnie z komentowanym artykułem, obowiązki dotyczące znacznych pakietów akcji obarczają:

- podmiot, który osiągnął lub przekroczył określony w ustawie próg ogólnej liczby głosów w związku z nabywaniem lub zbywaniem kwitów depozytowych wystawionych w związku z akcjami spółki publicznej;
- fundusz inwestycyjny w przypadku, gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez:
 - inne fundusze inwestycyjne zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych;
 - inne fundusze inwestycyjne utworzone poza Polską, zarządzane przez ten sam podmiot;
- fundusz emerytalny w przypadku, gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez inne fundusze emerytalne zarządzane przez to samo towarzystwo emerytalne;

⁶⁵⁴ Uzasadnienie projektu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (druk nr 3970), 2005, s. 25; D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Prawo...*, s. 366.

⁶⁵⁵ D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87.

- podmiot, w przypadku którego osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji:
 - przez osobę trzecią w imieniu własnym, lecz na zlecenie lub na rzecz tego podmiotu, z wyłączeniem akcji nabytych w ramach wykonywania działalności maklerskiej;
 - w ramach wykonywania czynności polegających na zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych – w zakresie akcji wchodzących w skład zarządzanych portfeli papierów wartościowych, z których podmiot ten, jako zarządzający, może w imieniu zleceniodawców wykonywać prawo głosu na walnym zgromadzeniu;
 - przez osobę trzecią, z którą ten podmiot zawarł umowę, której przedmiotem jest przekazanie uprawnienia do wykonywania prawa głosu;
- pełnomocnika, który został upoważniony do wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej, jeżeli akcjonariusz ten nie wydał wiążących pisemnych dyspozycji co do sposobu głosowania;
- wszystkie podmioty, które łączą pisemne lub ustne porozumienie dotyczące:
 - nabywania akcji (bezpośrednio lub pośrednio), lub obejmowania w wyniku oferty niepublicznej;
 - zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu;
 - prowadzenia trwałej polityki wobec spółki;
 - chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków;
- podmioty, które zawierają powyższe porozumienie, posiadając akcje spółki publicznej, w liczbie zapewniającej łącznie osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów określonego w tych przepisach;
- pełnomocnika niebędącym firmą inwestycyjną, upoważnionym do dokonywania na rachunku papierów wartościowych czynności zbycia lub nabycia papierów wartościowych.

Warto nadmienić, że powyższe sytuacje nie powodują powstania możliwości przymusowego wykupu akcji (za wyjątkiem art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP). Wynika to z faktu, że .art. 87 ust. 1 UOP posługuje się sformułowaniem „*obowiązki w nim określone [tj.*

obowiązki wynikające z rozdziału 4] odpowiednio spoczywają (...)". Odnosi się on więc do obowiązków. Natomiast kwestia przymusowego wykupu akcji odnosi się do uprawnienia akcjonariusza większościowego lub podmiotów działających w porozumieniu.

Ponadto warto zwrócić uwagę na sposób sumowania głosów podmiotu dominującego oraz podmiotów zależnych w zakresie zdarzeń ujętych w art. 87 ust. 1 UOP. Przepis art. 87 ust. 5 pkt 1 UOP odnosi się do głosów posiadanych przez podmioty zależne, a nie do nich przypisane na podstawie art. 87 UOP (lub również art. 69b UOP). W przytaczanej regulacji brak tego typu odesłania. W sytuacjach ujętych w art. 87 UOP podmiot trzeci lub podmiot zależny może posiadać prawa do wykonywania prawa głosu lub może mieć wpływ na sposób wykonywania prawa głosu, nie będzie on jednak posiadaczem prawa do głosu. Dlatego należy uznać, że art. 87 ust. 5 pkt 1 UOP dotyczy sytuacji, w których podmiot zależny jest posiadaczem akcji (a co za tym idzie również prawa głosu).

Poniżej zostaną skomentowane najbardziej doniosłe kwestie z perspektywy dysertacji, takie jak: nabywanie kwitów depozytowych, działanie osoby trzeciej, udzielanie pełnomocnictwa oraz działanie w porozumieniu.

3.7.1 Nabywanie kwitów depozytowych

Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 1 UOP, zakres stosowania regulacji dotyczących obowiązków związanych ze znacznymi pakietami akcji został rozszerzony na podmioty nabywające lub zbywające kwity depozytowe będące w związku z akcjami spółek publicznych. Natura kwitu depozytowego opiera się na inkorporowaniu uprawnienia do jego zamiany na inne papiery wartościowe, które zostały wyznaczone w ramach warunków emisji. Jednocześnie posiadacz kwitu ma możliwość pobierania pożytków z takich papierów (lub innych symetrycznych świadczeń), którego ten kwit dotyczy⁶⁵⁶. Tworzy to stan rozszczepienia praw majątkowych i korporacyjnych.

Status posiadacza kwitu depozytowego z perspektywy uprawnień akcyjnych jest zbliżony do stanu własności akcji. Dla przykładu, posiadacz może udzielać wiążących poleceń w zakresie wykonywania prawa głosu. Dlatego jest on wyposażony w możliwość wywierania wpływu na spółkę publiczną, co w efekcie uzasadnia potrzebę

⁶⁵⁶ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 83, nb. 4.

postrzegania go, z perspektywy obowiązków notyfikacyjnych oraz wezwaniowych, na zasadach zbieżnych do akcjonariusza⁶⁵⁷.

Podkreślenia wymaga fakt, że kwity depozytowe straciły swój udział w rynku (obecnie nie są często spotykanymi na rynku instrumentami)⁶⁵⁸. Można nadmienić, że w projekcie zmiany UOP ze względu na ujęcie pośredniego nabycia akcji, zaproponowano usunięcie odpowiedniego fragmentu art. 87 UOP⁶⁵⁹. Finalnie jednak postawiono pozostawić ten zapis.

3.7.2 Działanie osoby trzeciej – parkowanie akcji / miękkie parkowanie

Artykuł 87 ust. 1 pkt 3 UOP nakierowany jest przede wszystkim na sytuacje, w których (i) akcje są posiadane na rzecz innej osoby, (ii) zarządzający portfelem może wykonywać prawo głosu oraz (iii) zawarto umowę dotyczącą przeniesienia prawa głosu.

Podkreślić należy, że przede wszystkim przepis ten obejmuje zjawisko parkowania akcji (art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP) – omówione w poprzedniej części dysertacji. W takiej sytuacji akcje lub wynikające z nich prawa należą formalnie do osoby trzeciej, niemniej beneficjent posługuje się faktycznie tymi akcjami/prawami z nich wynikającymi, poprzez tę osobę trzecią⁶⁶⁰. W ocenie KNF parkowanie akcji oznacza "proceder zmiany nominalnej posiadacza akcji w celu bądź to obejścia reżimu związanego z nabywaniem znacznych pakietów akcji, bądź też jako element strategii defensywnej przeciwdziałającej przejęciu kontroli nad spółką"⁶⁶¹. Dlatego taki stan jest postrzegany jako „pośrednictwo w posiadaniu akcji i wykonywaniu z nich praw”⁶⁶². Jak już wcześniej wspomniano w toku dysertacji, parkowanie akcji może stanowić przykład rozszczepiania praw akcyjnych *sensu largo*.

Samo sformułowanie „na rzecz” należy interpretować w taki sposób, że obejmuje ono sytuacje posiadania akcji na podstawie wszelkiego rodzaju uzgodnień, a nie wyłącznie sformalizowanej umowy. Przyjęcie, że dany podmiot posiadał akcje

⁶⁵⁷ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 83, nb. 4.

⁶⁵⁸ M. Romanowski, *Prawo...*, s. 514-526.

⁶⁵⁹ Uzasadnienie zmiany ustawy o ofercie z 2008 r., s. 28.

⁶⁶⁰ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, s. 526

⁶⁶¹ Komunikat z 374. Posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 listopada 2017 r., pkt 5. Dostęp online (15.12.2022 r.):

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_7_11_2017_59943.pdf

⁶⁶² M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 87, nb. 12; M. Michalski, *Komentarz...*, art. 87, nb. 11.

„na rzecz” osoby trzeciej, nie wymaga wykazania, że pomiędzy nimi występuje stosunek obligacyjny lub doszło do zawarcia umowy⁶⁶³.

Dodatkowo można podkreślić, że rozwój rynków przyczynił się do wzrostu przypadków, w których dochodzi do parkowania akcji⁶⁶⁴. Przykładem w tym zakresie może być nałożenie kary na spółkę Lubelski Chmiel Investment sp. z o.o.⁶⁶⁵ (komunikat KNF z dnia 4 stycznia 2022 r.⁶⁶⁶).

Powyższy przepis adresuje przypadek, w którym dochodzi do wykonywania czynności polegających na zarządzaniu portfelami instrumentów finansowych. Znajdzie on jednak zastosowanie wyłącznie w przypadku, gdy podmiot zarządzający ma możliwość posługiwania się prawem głosu w imieniu zleceniodawcy. Natomiast, przepis ten będzie wyłączony, gdy zarządzający jest związany instrukcją co do wykonywania prawa głosu (tj. nie będzie miał dowolności w zakresie dysponowania tym prawem)⁶⁶⁷.

Artykuł 87 ust. 1 pkt 3 lit. c UOP dotyczy sytuacji zawarcia umowy dotyczącej przeniesienia prawa do głosu. W zakresie tej kwestii w doktrynie podnosi się, iż sam transfer prawa głosu budzi wątpliwości z perspektywy zakazu rozszczepiania praw akcyjnych⁶⁶⁸. Jednak, ze względu na argumenty przytoczone w toku dysertacji takie wątpliwości należy uznać za nieuzasadnione.

Podkreślić należy, że analizowany artykuł nie wymaga, aby *de facto* doszło do rzeczywistego transferu uprawnień, gdyż odnosi się on do umowy, której przedmiotem jest przekazanie prawa głosu, a nie umowy przenoszącej to prawo. Zatem, wystarczającym jest, aby na podstawie umowy, doszło w przyszłości (a nie na moment jej zawarcia) do przeniesienia oznaczonych uprawnień korporacyjnych. Dlatego przepis ten mogłaby objąć kwestię np. umowa zobowiązującą kontrahenta do ustanowienia pełnomocnictwa. Wynika to z faktu, że mówi on o transferze możliwości

⁶⁶³ Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 7 kwietnia 2022 r., o sygn. II GSK 1731/18, LEX nr 3341769.

⁶⁶⁴ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 83-91.

⁶⁶⁵ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 8.

⁶⁶⁶ Komunikat w sprawie nałożenia kar pieniężnych na Lubelski Chmiel Investment sp. z o.o. Dostęp online (15.12.2022 r.):

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_nalozenia_kar_pienieznych_na_Lubelski_Chmiel_Investment_76430.pdf

⁶⁶⁷ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 10.

⁶⁶⁸ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 12.

wykonywania prawa głosu, czyli możliwości dokonania technicznego oddania głosu na walnym zgromadzeniu.

Wskazuje się, że powyższa regulacja dotyczy sytuacji, w której dochodzi do przeniesienia prawa głosu, bez równoczesnego transferu akcji⁶⁶⁹. W doktrynie to zagadnienie jednak nie jest przedmiotem bardziej szczegółowych analiz. W związku z rozważaniami dotyczącymi art. 89 ust. 1 pkt 3 lit. c UOP, powołuje się jako przykład udzielenie pełnomocnictwa⁶⁷⁰ lub wskazuje się na wątpliwości dotyczące możliwości skutecznego zawarcia umowy przeniesienia prawa głosu w świetle zakazu rozszczepiania⁶⁷¹. Niemniej, ten przepis nie jest jasny. Nie wskazuje on, czy wymieniona w nim umowa ma bezpośrednio przekazywać prawa głosu na podmiot trzeci lub, czy takie przekazanie może nastąpić pośrednio – np. poprzez przeniesienie akcji jako całości praw i obowiązków wynikających z członkostwa w spółce. Z tego względu (tj. braku określenia, czy chodzi o bezpośrednie czy pośrednie przeniesienie prawa głosu), można uznać, że artykuł ten dotyczy również sytuacji, w których na podstawie umowy ma dojść do transferu akcji, a nie tylko prawa głosu. Taka teza nie wynika z bezpośredniego brzmienia tego artykułu, dlatego tego typu wnioskowanie mogłoby być wykładnią rozszerzającą, która w przypadku art. 87 UOP może być nieuprawniona⁶⁷². Należy dojść do wniosku, że komentowany przepis jest obarczony znacznym poziomem niepewności interpretacyjnej, w zakresie w jakim zostało to wskazane powyżej. Natomiast w doktrynie lub orzecznictwie brak jest głębszych rozważań, które mogłyby uzasadnić właściwe rozumienie zakresu art. 89 ust. 1 pkt 3 lit. c UOP.

3.7.3 Udzielanie pełnomocnictwa

W ramach przepisów rozszerzających zakres obowiązków dotyczących znacznych pakietów akcji uwzględniono sytuację udzielenia pełnomocnictwa do (i) wykonywania prawa głosu (art. 87 ust. 1 pkt 4 UOP) oraz (ii) do dokonywania na rachunku papierów wartościowych czynności zbycia lub nabycia papierów wartościowych (art. 87 ust. 1 pkt 7 UOP). Pierwszy z tych przypadków nie obejmie

⁶⁶⁹ K. Haładyj, *Ustawa...*, s. 507-508; M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczył, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 87, nb. 8.

⁶⁷⁰ A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, art. 87, pkt 6.

⁶⁷¹ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 12.

⁶⁷² T. Sójka [w:] J. Grykiel, J. Haberko, K. Mularski, *Ius civile...*, s. 686; A. Chłopecki [w:] M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa...*, art. 87, pkt 1; M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 87, nb. 9.

sytuacji, w której pełnomocnik będzie związany wiążącymi pisemnymi dyspozycjami co do sposobu głosowania. Drugi z nich nie znajdzie zastosowania, gdy pełnomocnikiem będzie firma inwestycyjna.

Ratio legis art. 87 ust. 1 pkt 4 UOP jest objęcie obowiązkami notyfikacyjnymi i wezwaniowymi możliwości swobodnego posługiwania się prawem głosu zgodnie z wolą osoby umocowanej. W ten sposób tworzy się sytuacja, w której decyzje podejmowane przez pełnomocnika mogą wywierać znaczący wpływ na spółkę. W zakresie prawa głosu, powyższe przypomina stan posiadania akcji⁶⁷³ i stanowi przykład rozszczępienia praw akcyjnych.

Obowiązki wynikające z art. 87 ust. 1 pkt 7 UOP powinny spoczywać wyłącznie na pełnomocniku do rachunku. Powstają one w odniesieniu do akcji zapisanych na rachunkach pełnomocnika, a także rachunkach należących do mocodawcy, co do których udzielono pełnomocnictwa (wynika to z uzasadnienia projektu ustawy wprowadzającej powyższy przepis)⁶⁷⁴.

3.7.4 Działanie w porozumieniu

Artykuł 87 ust. 1 pkt 5 i 6 UOP nakłada obowiązki dotyczące znacznych pakietów akcji na podmioty działające w porozumieniu (*ang. acting in concert*). Komentowane przepisy stanowią istotną kwestię praktyczną oraz wywołują kontrowersje w doktrynie⁶⁷⁵.

Celem przepisu z zakresu działania w porozumieniu jest przeciwdziałanie obchodzeniu obowiązków dotyczących znacznych pakietów akcji. Cel ten jest realizowany poprzez nałożenie wymienionych obowiązków również na podmioty, które w sposób sztuczny wydzielają pomiędzy siebie akcje spółki publicznej w liczbie nie powodujących przekroczenia progów⁶⁷⁶. W przypadku braku art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 UOP, obejście obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych mogłyby nie powodować trudności⁶⁷⁷.

⁶⁷³ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 87, nb. 16.

⁶⁷⁴ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 17.

⁶⁷⁵ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 952.

⁶⁷⁶ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 15.

⁶⁷⁷ P. Hajduk, P. Kuźnicki, *Zgodność regulacji prawnej działania w porozumieniu (acting in concert) z przepisami prawa Unii Europejskiej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 3, s. 54.

Dane porozumienie będzie mogło być objęte obowiązkami omawianymi w toku dysertacji, gdy jest ono pisemne lub ustne, oraz dotyczy:

- nabywania akcji bezpośrednio lub pośrednio, lub obejmowania ich w wyniku oferty niebędącej ofertą publiczną;
- zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu;
- prowadzenia trwałej polityki wobec spółki.

Obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe obciążą podmioty, które łączy porozumienie, gdy jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków. Wymienione powinności wystąpią również, gdy członkowie porozumienia łącznie przekraczają ustawowe progi (art. 87 ust. 1 pkt 6 UOP).

W zakresie przypadku działania w porozumieniu, doniosłe znaczenie mają ujęte w art. 87 ust. 4 UOP domniemania prawne. W sytuacji ich zajścia domniemuje się istnienie porozumienia. Powoduje to przeniesienie ciężaru dowodowego na uczestników rynku. Dlatego konstrukcje te istotnie ułatwiają możliwość nakładania sankcji administracyjnych przez organ nadzoru⁶⁷⁸.

Pierwszą z wymienionych powyżej przesłanek jest wymóg, aby porozumienie było pisemne lub ustne. Bazując na treści polskiego przepisu należy uznać, iż każdy sposób współpracy nie wynikająca z pisemnych bądź ustnych uzgodnień, nie będzie objęta tymi regulacjami. Przykładem w tym zakresie może być realizacja tych samych celów ekonomicznych przez dwa podmioty działające niezależnie od siebie. Niemniej, gdy dwa podmioty nawet nieformalnie ze sobą współpracują, to ta cecha powinna być spełniona (przykładem są „porozumienia dżentelmeńskie”⁶⁷⁹). Wynika to z definicji działania w porozumieniu z art. 2 ust. 1 lit. d Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, gdzie posłużono się sformułowaniem *either express or tacit, either oral or written* (wyraźne lub ciche/dorozumiane, ustne lub pisemne). Dlatego komentowaną regulacją są dodatkowo objęte nieformalne uzgodnienia, a nie tylko wyraźnie wyartykułowane umowy⁶⁸⁰. Niemniej pewne trudności praktyczne wiążą się z kwestiami dowodowymi, w tym z faktycznym potwierdzeniem, że podmioty potencjalnie zobowiązane do

⁶⁷⁸ P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 27.

⁶⁷⁹ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 21.

⁶⁸⁰ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 21.

wykonania obowiązków notyfikacyjnych działały w porozumieniu. W postępowaniu sądowym wykazanie powyższego (ciężar dowodu) obarcza organu nadzoru⁶⁸¹.

Kolejnym zestawem warunków ustanowionych w art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP jest konieczność, aby porozumienie dotyczyło nabywania/obejmowania akcji lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu, a także prowadzenia trwałej polityki wobec spółki. Wystarczającym jest spełnienie tylko jednej z powyższych przesłanek⁶⁸².

Wymóg, aby porozumienie dotyczyło nabywania akcji, może być spełniony nie tylko poprzez zawieranie umów przez jego członków, w wyniku których dochodzi do transferu akcji spółki publicznej. W zakres tego kryterium wejść również sytuacje, w których takie akcje są nabywane przez podmioty zależne/kontrolowane lub w wyniku nabywania innych podmiotów posiadających akcje spółki publicznej. Warto zwrócić uwagę na fakt, że komentowana cecha dotyczy literalnie wyłącznie nabywania akcji, a nie np. nabywania prawa głosu (w wyniku zawieranych umów, na podstawie których zbywca udziela pełnomocnictwa do wykonywania prawa głosu), wchodzenia w posiadanie prawa głosu (np. w wyniku zastawu), nabywania kwitów depozytowych bądź nabywania instrumentów finansowych objętych zakresem art. 69b UOP. Niemniej, na gruncie nabywania kwitów depozytowych wskazuje się, iż pierwotny tekst ustawy się do nich odnosił, jednak intencją ustawodawcy nie było ich wyłączenie z komentowanego przepisu, ponieważ kwity depozytowe zostały zrównane z akcjami na mocy art. 87 ust. 1 pkt 1 UOP⁶⁸³. Fakt włączenia kwitów depozytowych do art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP powinien być raczej uzasadniony względami celowościowymi (wyżej wymienione sytuacje również mogą być uzasadnione tymi względami). Z drugiej strony, w doktrynie wskazuje się, że art. 87 UOP nie można interpretować rozszerzająco⁶⁸⁴ (w tym zakresie postuluje się nawet wykładnię zawężającą⁶⁸⁵). Dlatego to zagadnienie może pozostawać sporne i na gruncie obecnych regulacji nie jest przesądzone objęcie wyżej wymienioną regulacją stanów faktycznych, w których dochodzi do rozszczępienia praw akcyjnych. W zakres powyższej cechy nie będą również wchodziły umowy nieskutkujące bezpośrednim nabycie akcji. Przykładem

⁶⁸¹ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 24.

⁶⁸² M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 87, nb. 20.

⁶⁸³ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 87, nb. 23

⁶⁸⁴ T. Sójka [w:] J. Grykiel, J. Haberko, K. Mularski, *Ius civile vigilantibus scriptum est. Księga jubileuszowa Profesora Adama Olejniczaka, red. prof. dr hab. Joanna Haberko, 2022*, s. 686.

⁶⁸⁵ A. Puchalski, *Funkcje...*, s. 309.

takich umów są prawo pierwokupu lub pierwszeństwa, opcje, umowy zawierające klauzule typu *lock up / stand still / tag along / drag along* lub przewidujące czasowe wyłączenie lub ograniczenie zbywalności akcji⁶⁸⁶. Dodatkowo należy stwierdzić, że sam zamiar nabycia akcji nie powoduje powstania porozumienia objętego art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP. W tym zakresie przepis ten mówi o „nabywaniu”, a nie potencjalnym nabyciu akcji w przyszłości. Dlatego koniecznym jest, aby strony porozumienia zawarły umowę przenoszącą własność. Na wszystkich wcześniejszych etapach ta przesłanka nie jest spełniona.

Kryterium zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu wywołuje znaczące wątpliwości interpretacyjne. Jego wykładania literalna mogłaby prowadzić do podwyższenia ryzyka prawnego obarczającego akcjonariuszy mniejszościowych⁶⁸⁷. Dlatego też nie każde zgodne głosowanie będzie powodować spełnienie tego kryterium, ale wyłącznie to, mające na celu wywieranie skonsolidowanego i trwałego oddziaływania korporacyjnego na emitenta⁶⁸⁸. Ma to miejsce, gdy wypełnione zostaną łącznie dwa warunki. Pierwszy ma charakter kwantytatywny (ilościowy) oraz rozstrzyga o trwałości porozumienia na podstawie liczby walnych zgromadzeń, których to porozumienie dotyczy. Drugi z nich ma charakter kwalitatywny (jakościowy) i odnosi się do istotności uchwał objętych zgodnym głosowaniem⁶⁸⁹. Ponadto, interpretując czy dane zgodne głosowanie będzie wchodziło w zakres komentowanej przesłanki, należy kierować się celem art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP. Biorąc to pod uwagę, w przypadku zawarcia przez akcjonariuszy porozumienia dotyczącego zgodnego wykonywania prawa głosu w ramach uchwalania podwyższenia kapitału zakładowego spółki celem jej dokapitalizowania, kryterium działania w porozumieniu się nie zmaterializuje⁶⁹⁰.

Przesłanka prowadzenia trwałej polityki wobec spółki jest pojęciem bardzo szerokim⁶⁹¹. Podkreślić należy, że odmiennie od polskiego ustawodawcy Dyrektywa o przejrzystości ustanawia prowadzenie długotrwałej polityki wobec spółki za konieczną

⁶⁸⁶ M. Michalski, *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 6, s. 7; M. Romanowski, *Prawo...*, s. 881, K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 17.

⁶⁸⁷ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 18

⁶⁸⁸ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 22.

⁶⁸⁹ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 18.

⁶⁹⁰ P. Błaszczuk, *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 8, s. 24; K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 17.

⁶⁹¹ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 22.

przesłankę działania w porozumieniu⁶⁹² (a nie jedno z trzech możliwych do spełnienia kryteriów). W świetle zawężającej wykładni prounijnej i mając na uwadze cel tej regulacji trwałe prowadzenie polityki wobec spółki, należy rozumieć jako długoterminową strategię realizowaną poprzez wpływanie na członków jej organów, zgodne z określonymi celami założonymi przez uczestników porozumienia. Polityka powinna być prowadzona w ramach wspólnych lub skoordynowanych działań służących jej realizacji⁶⁹³.

Choć nie wynika to z treści przepisu, porozumienia (jak już wyżej wskazano przy analizie kryteriów dotyczących zgodnego głosowania oraz prowadzenia trwałej polityki wobec spółki) powinny mieć charakter stały, a także ich celem powinno być wywieranie uzgodnionego, trwałego i skonsolidowanego wpływu na spółkę⁶⁹⁴. Nie spełnią przesłanek art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 UOP porozumienia doraźne, incydentalne lub zawierane *ad hoc*⁶⁹⁵. Ponadto, w zakresie tej regulacji nie będą pozostawały porozumienia dotyczące kwestii nieistotnych dla spółki lub spraw z zakresu ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych⁶⁹⁶.

Cecha dotycząca zamiaru podjęcia czynności powodującej powstanie obowiązków notyfikacyjnych lub wezwaniowych nie jest elementem porozumienia, a przesłanką stosowania art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP, gdy porozumienie już istnieje. Biorąc pod uwagę powyższe, przepisy art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 UOP należy interpretować w ten sposób, że na podstawie drugiego z nich członkowie porozumienia, jeżeli wspólnie przekroczą określony ustawowo próg, są zobowiązani do zraportowania tego faktu. Natomiast art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP odnosi się do sytuacji, w której przynajmniej jeden członek już istniejącego porozumienia dokona czynności (lub zamierza takiej czynności dokonać) prowadzącą do przekroczenia progu notyfikacyjnego⁶⁹⁷. Powyższe jest potwierdzone przez sformułowania użyte w komentowanych przepisach. Artykuł 87 ust. 1 pkt 5 UOP mówi o podmiotach, które łączy porozumienie – czyli dotyczy już stanu zaszłego, a nie etapu zawiązywania takiego porozumienia.

⁶⁹² K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 952, nb. 25.

⁶⁹³ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 5, s. 19-20.

⁶⁹⁴ K. Oleszczuk, A. Zeuschner, *Umowy inwestycyjne w świetle porozumień dotyczących nabywania akcji – glosa do wyroku Sądu Najwyższego z 16.09.2016 r., IV CSK 748/15*, „Monitor Prawniczy” 2017, nr 19, s. 41.

⁶⁹⁵ M. Michalski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, art. 87, nb. 20.

⁶⁹⁶ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 952, nb. 25.

⁶⁹⁷ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 20.

Jednak taki etap zawiązywania jest ujęty w art. 87 ust. 1 pkt 6 UOP, na co wskazuje sformułowanie „na podmiotach, które zawierają porozumienie”.

Przesłanki art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP zaktualizują się również, w przypadku, gdy osoby nieposiadające statusu akcjonariusza, zawrą porozumienie oraz co najmniej jeden jego uczestnik podejmie lub będzie zamierzał podjąć czynność powodującą powstanie obowiązków notyfikacyjnych lub wezwaniowych⁶⁹⁸. Jednak w doktrynie podnosi się, iż zawarcie porozumienia przez podmioty nie mające statusu akcjonariusza nie skutkuje powstaniem obowiązków notyfikacyjnych lub wezwaniowych. W takim przypadku wspomniane obowiązki wystąpią z chwilą podjęcia czynności dotyczących nabywania akcji⁶⁹⁹.

Dodatkowo, należy zwrócić uwagę, że art. 87 ust. 1 pkt 6 UOP odnosi się do podmiotów posiadających status akcjonariusza. Należy to ocenić negatywnie, gdyż wszystkie pozostałe przypadki indywidualnie objęte obowiązkami notyfikacyjnymi (w szczególności sytuacji rozszczepiania praw akcyjnych *sensu stricte/largo*), nie zostały uwzględnione w tym przepisie. Zatem gdy dojdzie do zawiązania porozumienia przez osoby, które zbyły akcje pomiędzy dniem rejestracji, a dniem walnego zgromadzenia, obowiązek notyfikacyjny może nie powstać. Powyższe będzie aktualne, tak długo, dopóki żaden z członków porozumienia nie dokona czynności powodującej powstanie obowiązków notyfikacyjnych lub nie będzie zamierzał dokonać takiej czynności po zawarciu porozumienia.

Podkreślenia wymaga fakt, iż racjonalnie działające podmioty, które łączy porozumienia, już na moment jego zawarcia posiadają zamiar jego wykonania. W doktrynie twierdzi się, że z tą chwilą powstaną dla nich ustawowe obowiązki⁷⁰⁰. Dotyczyć to będzie większości przypadków. Niemniej mogą się zdarzyć sytuacje odnoszące się do działania podmiotów będących uczestnikami porozumienia nienakierowanego na dokonanie czynności inicjujących obowiązki raportowy. Przykładem w tym zakresie będą:

- akcjonariusze, którzy łącznie nie posiadają ilość akcji, w liczbie zapewniającej osiągnięcie lub przekroczenie progu, ale jednocześnie

⁶⁹⁸ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 16; P. Błaszczuk, *Nabywanie...*, s. 25.

⁶⁹⁹ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 16; A. Famirski [w:] M. Michalski, *Ustawa...*, s. 531; P. M. Szelenbaum, *Działanie w porozumieniu w spółce publicznej*, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 4, s. 56; M. Michalski, *Porozumienia...*, s. 8 i n.

⁷⁰⁰ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 15.

posiadają instrumenty finansowe skorelowane z tymi akcjami (niemniej w doktrynie wskazuje się, że tacy akcjonariusze będą zobowiązani do wykonania obowiązków informacyjnych w przypadku, gdy posiadając łącznie akcje przynajmniej mniej niż 5% ogólnej liczby praw głosu, jeden z ich członków dokona nabycia instrumentu finansowego wymienionego w art. 69b ust. 1 UOP powodując tym samym przekroczenie progu notyfikacyjnego⁷⁰¹);

- podmioty uprawnione formalnie do wykonywania prawa głosu lub podmioty nieposiadające takiego uprawnienia, lecz mogące wpływać na sposób wykonywania prawa głosu – w przypadkach, gdy takie prawa nie wynikają z posiadanych przez nie akcji (w tym punkcie mieści się wspomniany powyżej przypadek osób, które zbyły akcje pomiędzy dniem rejestracji a dniem walnego zgromadzenia).

Dodatkowo negatywnie należy ocenić odniesienie się w art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP do zamiaru podjęcia czynności powodujących postawnie obowiązków wymienionych w rozdziale 4 UOP. Jak wskazuje się w literaturze, takie ukształtowanie powyższej regulacji może wprowadzać w błąd uczestników rynku co do relacji własnościowych w spółce, gdy finalnie nie dojdzie do realizacji zamiaru. Powyższe prowadzi do nieuzasadnionego różnicowania sytuacji podmiotów działających indywidualnie (gdzie zamiar nie powoduje powstania obowiązków), a podmiotami działającymi w porozumieniu⁷⁰².

⁷⁰¹ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 954.

⁷⁰² K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 16.

Rozdział 4. Rozwiązania funkcjonujące w innych jurysdykcjach

4.1 Wstęp

W ramach toczonych w dysertacji rozważań zostanie przeprowadzona analiza rozwiązań funkcjonujących w innych jurysdykcjach. Skupi się ona na obowiązkach informacyjnych / notyfikacyjnych i wezwaniowych nabywców znacznych pakietów akcji. W szczególności poruszone zostaną kwestie związane z kształtem najważniejszych regulacji z zakresu podejmowanej tematyki, występujące w innych państwach europejskich (tj. we Francji i Niemczech), a także w Stanach Zjednoczonych.

Przedmiotem analiz będą m.in. rozwiązania francuskie. Jest to uzasadnione faktem, iż w tym porządku prawnym funkcjonują regulacje dotyczące notyfikacji interesu gospodarczego będącego w związku z nabywaniem znacznych pakietów akcji. Dodatkowo na podkreślenie zasługuje fakt, że jurysdykcja francuska była jedną z pierwszych jurysdykcji, w której wprowadzono regulacje obejmujące *empty voting*⁷⁰³. Dlatego też cechuje ją dosyć bogata tradycja dotycząca interpretacji i konstrukcji norm obejmujących zagadnienia podejmowane w dysertacji. Ponadto zostaną przytoczone i przeanalizowane przepisy obowiązujące w niemieckim porządku prawnym, ponieważ jest on systemem wzorcowym dla systemów prawa kontynentalnego i najczęściej bywał inspiracją dla polskiego ustawodawcy oraz teoretyków prawa.

Oprócz powyższego w ramach prac badawczych wytypowane zostały również rozwiązania ustanowione w Stanach Zjednoczonych – ze względu na dobrze rozwiniętą praktykę dotyczącą omawianego tematu, bardzo rozwinięty rynek kapitałowy funkcjonujący w USA oraz odmienność wdrożonych mechanizmów prawnych (porządek prawny funkcjonujący w modelu anglosaskim).

Podkreślić należy, że główną osią rozważań będą same obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe, a nie możliwość rozszczepiania praw akcyjnych, która zostanie jedynie miejscami wspomniana. Wynika to z faktu, że możliwość rozszczepiania praw akcyjnych jest kwestią wtórną wobec wspomnianych obowiązków, tj. przypadki rozszczepiania praw akcyjnych sensu largo zachodzą niezależnie od ich doktrynalnego zaakceptowania w prawie korporacyjnym. Dlatego też w prawie

⁷⁰³ W-G. Ringe, *Hedge...*, s. 1088.

kapitałowym funkcjonują przepisy mające adresować tego typu zjawiska. Ponadto należy zwrócić uwagę, iż wprowadzenie Dyrektywy 2013/50/UE miało na celu objęcie właściwymi regulacjami przypadków faktycznego rozejścia się praw majątkowych i korporacyjnych (w ujęciu *sensu largo*). Zatem, możliwość rozszczepiania praw *sensu largo*, w rozumieniu opisanym w niemniejszej dysertacji, powinna być uznana za bezsporną.

Przepisy dotyczące analizowanej problematyki, występujące w wytypowanych jurysdykcjach, zostaną porównane z regulacjami polskimi. Analiza w każdym z przypadków zostanie przeprowadzona w obszarze (i) obowiązków notyfikacyjnych, (ii) obowiązków wezwaniowych, (iii) instytucji działania w porozumieniu, (iv) notyfikacji intencji gospodarczych. W związku z ostatnim z przytoczonych punktów analizy, należy podkreślić, iż w polskim systemie prawnym nie występuje konstrukcja wymagająca notyfikacji intencji gospodarczych. Niemniej analiza w tym zakresie jest konieczna z perspektywy podjęcia próby sformułowania wniosków *de lege ferenda* w dalszej części dysertacji.

4.2 Prawo francuskie

Francuskie regulacje dotyczące obowiązków notyfikacyjnych zostały uregulowane w *Code de commerce*, a także w *Code monétaire et financier*⁷⁰⁴. Dodatkowo szczegółowe przepisy oraz doprecyzowania są zawarte w *Règlement général* (rozporządzeniu ogólnym) wydanym przez AMF (*autorité des marchés financiers*, tj. francuski organ nadzoru nad rynkami finansowymi). Podstawowe obowiązki związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji są uregulowane odpowiednio w L. 233-7 *Code de commerce* oraz L. 433-3 *Code monétaire et financier*.

Ponadto warto zaznaczyć, że w przypadku francuskich spółek notowanych na rynku regulowanym istnieje możliwość, aby z jednej akcji mogły wynikać dwa głosy, tj. przypadek, w którym akcjonariusz posiada większą siłę głosu, niż jego procentowy udział w kapitale (akcje uprzywilejowane co do głosu)⁷⁰⁵. Ponadto we Francji istnieją szczególne certyfikaty głosowe (*Le certificat de droit de vote*), inkorporujące

⁷⁰⁴ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 251.

⁷⁰⁵ P. H. Conac, *Franchissement de seuil – Franchissements de seuils légaux dans une société cotée sur un marché réglementé*, 2013 (zaktualizowano 2020), akapit 58.

uprawnienia m.in. do prawa głosu⁷⁰⁶, natomiast nie zawierające praw majątkowych (L228-30 *Code de commerce*).

4.2.1 Obowiązki notyfikacyjne

Zgodnie z art. L. 233-7 *Code de commerce* przekroczenie progów 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33^{1/3}%, 50%, 66^{2/3}%, 90% lub 95% kapitału zakładowego lub ogólnej liczby głosów powoduje powstanie obowiązku notyfikacyjnego względem spółki oraz AMF⁷⁰⁷. Obowiązek ten powinien zostać wykonany w terminie 4 dni roboczych, natomiast AMF powinno podać do publicznej wiadomości fakt przekroczenia progów w terminie 5 dni roboczych⁷⁰⁸. Należy zwrócić uwagę, że wspomniana powyżej regulacja, w swoim bezpośrednim brzmieniu łączy przekroczenie progów notyfikacyjnych z wejściem w posiadanie akcji (pośrednim lub bezpośrednim) a nie nabyciem ich własności⁷⁰⁹. Skutkuje to powstaniem obowiązku w przypadkach, w których podmiot obowiązany nie jest ich właścicielem, a jedynie posiadaczem. Jednak tak zakreślone regulacje wciąż nie obejmują swoim zakresem pełnej gamy możliwości rozszczepiania praw akcyjnych (majątkowych i korporacyjnych) – tj. wejścia w posiadanie prawa głosu, bez posiadania akcji, lub tworzenia sytuacji ekonomicznie zbliżonych do stanu posiadania akcji. Dlatego też kwestie związane z możliwym przekroczeniem progu notyfikacyjnego doprecyzowano w art. L. 233-9 *Code de commerce*. Zgodnie z nim, do akcji lub praw głosu, o których mowa w art. L. 233-7 zalicza się:

- a. akcje lub prawa głosu posiadane przez inne osoby w imieniu podmiotu obowiązanego;
- b. akcje lub prawa głosu posiadane przez spółki kontrolowane przez podmiot obowiązany;
- c. akcje lub prawa głosu posiadane przez stronę trzecią, z którą podmiot obowiązany działa w porozumieniu;
- d. akcje już wyemitowane, które podmiot obowiązany lub podmioty wymienione w punktach powyżej mają prawo nabyć z własnej inicjatywy,

⁷⁰⁶ M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania...*, s. 37; P. Didier, *Droit...*, s. 75; F. Auckenthaler, *Droit...*, s. 44.

⁷⁰⁷ J.G. de Tocqueville, S. Puel, E. Boujard, *OPCVM – Règles relatives à l'organisation et la composition des actifs des OPCVM*, 2013 (zaktualizowano 2021), akapit 819.

⁷⁰⁸ A. Lecourt, *Groupe de sociétés – Fonctionnement du groupe de sociétés*, 2021 (zaktualizowano 2023), akapit 147.

⁷⁰⁹ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 60.

niezwłocznie lub w przyszłości, na podstawie umowy lub instrumentu finansowego (określonych w art. L. 211-1 *Code monétaire et financier*). To samo dotyczy praw głosu, które osoby te mogą nabyć na tych samych warunkach;

- e. akcje już wyemitowane, których dotyczy jakakolwiek umowa lub instrument finansowy (określone w art. L. 211-1 *Code monétaire et financier*), które mają dla podmiotu obowiązującego lub podmiotów wymienionych w punktach powyżej skutek ekonomiczny podobny do posiadania tychże akcji, niezależnie od tego, czy ta umowa lub instrument finansowy daje prawo do rozliczenia fizycznego lub pieniężnego. To samo dotyczy praw głosu, na tych samych warunkach, na podstawie jakakolwiek umowy lub instrumentu finansowego;
- f. akcje, które są w użytkowaniu podmiotu obowiązującego;
- g. akcje lub prawa głosu posiadane przez osobę trzecią, z którą podmiot obowiązujący zawarł umowę czasowego przeniesienia tych akcji lub praw głosu;
- h. akcje zdeponowane w podmiocie obowiązującym pod warunkiem, że może on dowolnie wykonywać związane z nimi prawa głosu w przypadku braku szczegółowych instrukcji od akcjonariuszy;
- i. prawa głosu, które podmiot obowiązujący może swobodnie wykonywać na podstawie pełnomocnictwa w przypadku braku szczegółowych instrukcji od akcjonariuszy.

W *Règlement général* (generalne zasady w formie rozporządzenia ogólnego wydanego przez francuski organ nadzoru – tj. AMF), w art. 223-11 doprecyzowano, że przekroczenie progów notyfikacyjnych powinno być kalkulowane nie tylko na bazie akcji i praw głosu posiadanych bezpośrednio przez podmiot obowiązujący (pomimo faktu, że art. L. 233-7 *Code de commerce* wiąże takie przekroczenie z wejściem w posiadanie akcji), ale także na podstawie akcji i praw głosu, które ten podmiot traktuje tak, jakby mu przysługiwały / były jego własnością – zgodnie z art. L. 233-9 *Code de commerce*. Dotyczy to także sytuacji w których podmiot obowiązujący posiada wyłącznie prawa głosu, a nie powiązane z nimi akcje (tzw. łańcuchowe przypisanie – podobnie jak w przypadku działania w porozumieniu)⁷¹⁰. Taka konstrukcja nie została

⁷¹⁰ Tamże..., akapit 65.

uwzględniona w polskich przepisach. Co prawda polski ustawodawca odwołuje się do sposobu liczenia głosów w przypadku podmiotów powiązanych (tj. podmiot dominujący – podmiot zależny) – niemniej wskazuje się, że to dotyczy wyłącznie głosów wynikających z akcji posiadanych przez te podmioty. Tego typu interpretacja jest uzasadniona w szczególności przez dyrektywę wykładni ścisłej / zawężającej przepisów art. 87 UOP.

Należy zwrócić uwagę, że prawa głosu, jak i fakt posiadania / własności akcji we francuskich regulacjach są niejako od siebie oddzielne w ramach regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych. W tych przepisach często używa się alternatywy nierozłącznej, tj. spójnika „lub”, wymieniając jednocześnie akcje oraz oddzielone prawo głosu, albo jak w przypadku przepisu dotyczącego instrumentów finansowych – wprowadza się zastrzeżenie, że te same warunki ustanowione dla instrumentów finansowych, dotyczą również prawa głosu. Zatem we francuskich regulacjach jest jasno wskazane, że można przekroczyć dany próg notyfikacyjny w stosunku do przysługujących praw głosu, nie przekraczając go według stanu posiadanych akcji⁷¹¹. Dzięki temu analizowane obowiązki obejmują większy zakres przypadków rozszczepiania praw, niż ma to miejsce w polskich przepisach. Co prawda jest to spowodowane faktem, że w francuskim porządku prawnym dopuszczalne jest rozszczepianie praw akcyjnych *sensu stricte*. Jednak takie ukształtowanie regulacji pozwala na objęcie większej gamy sytuacji, w których dochodzi do rozszczepienia praw *sensu largo* (w tym przypadków, gdy podmiot zainteresowany w łatwy sposób może nabyć możliwość wykonywania prawa głosu lub wpływać na sposób jego wykonywania).

W zakresie implementacji przepisów Dyrektywy 2013/50/UE dotyczących instrumentów finansowych, we francuskim systemie prawnym odpowiednie kwestie zostały zawarte w art. L. 233-9 sekcja I, ustęp 4 i 4bis *Code de commerce* (tj. punkty d-e wymienione powyżej). W tekście tych regulacji wprost wskazano, że obowiązki dotyczą akcji już wyemitowanych – co jest zgodne ze stanowiskiem ESMA przytoczonym w poprzedniej części dysertacji. Dodatkowo podkreślić należy, że ustępy 4 i 4bis komentowanego artykułu są wyraźnie od siebie rozdzielone. Nie ma tu analogicznego odesłania, jak referencja z art. 69b ust. pkt 2 UOP do art. 69b ust. pkt 1 UOP. Dlatego

⁷¹¹ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 25.

te przepisy, tj. L.233-9 sekcja I, ustęp 4 i 4bis *Code de commerce*, należy analizować oddzielnie.

Pierwszy z nich, odmiennie niż w przypadku polskich regulacji, nie wprowadza wymogu bezwarunkowości – co wykracza poza bezpośredni tekst dyrektywy, gdzie taki wymóg został uwzględniony. Rozszerza to zakres przypadków mogących podlegać obowiązkom notyfikacyjnym na warunkowe instrumenty finansowe. Dzięki temu, wspomniana regulacja obejmuje również swoim zakresem instrumenty finansowe, w których zastrzeżony jest warunek potestatywny lub warunek, którego spełnienie jest przewidywalne. Artykuł L. 233-9 sekcja I, ustęp 4 *Code de commerce* nie odnosi się w żaden sposób do zobowiązania ich posiadacza do nabycia akcji. Natomiast zgodnie z brzmieniem dyrektywowym ustanawia wymóg, aby posiadacz mógł decydować o nabyciu akcji na podstawie własnej inicjatywy. Wydaje się to być rozwiązaniem bardziej efektywnym niż konstrukcja ujęta w polskich przepisach, choć jak już wspomniano w toku dysertacji, porównywane konstrukcje mają częściowo odmienny zakres.

Drugi z komentowanych przepisów dotyczy instrumentów finansowych tworzących sytuacje, w których ich posiadacze ponoszą skutki ekonomiczne takie, jak gdyby byli posiadaczami akcji. Taka sytuacja ma miejsce w przypadku instrumentów indeksowanych (w jakikolwiek sposób) w oparciu o akcje lub instrumentów odnoszących się do akcji (również w jakikolwiek sposób)⁷¹². Powyższe nie jest obarczone dodatkowymi wymogami bądź warunkami – jak np. podobieństwo do instrumentów ujętych w art. 13 ust. 1 lit. a Dyrektywy o transparentności. W takim przypadku, posiadacz instrumentu *de facto* nie musi być w żaden sposób uprawniony do nabycia akcji (bezwarunkowo lub na bazie własnej inicjatywy).

Zaznaczyć należy, że powyżej przytoczona regulacja francuska wykracza poza minimalny standard dyrektywy, co należy ocenić pozytywnie. Tak skonstruowane przepisy są skuteczniejsze i powinny „wychwytywać” bardziej skomplikowane schematy nakierowane na obchodzenie obowiązków notyfikacyjnych.

⁷¹² E. Sebire, B. Zabala, *Flash news capital markets | declarations of threshold crossings – assimilation of derivative financial instruments settled in cash as of October 1, 2012*, CMS Francis Lefebvre. Dostęp online (15.02.2023): <https://cms.law/fr/fra/publication/flash-info-marches-de-capitaux-declarations-de-franchissements-de-seuils-assimilation-des-instruments-financiers-derives-denoues-en-numeraire-a>

Ponadto, zgodnie z francuskim porządkiem prawnym, prawo nabycia akcji / tworzenie podobnego efektu finansowego nie musi dotyczyć wprost posiadacza instrumentu finansowego. W tym zakresie obowiązki notyfikacyjne obejmują również przypadki ujęte w punktach a-c wymienionych powyżej. Dotyczy to sytuacji, w których instrument finansowy jest posiadany przez wymienione tam osoby⁷¹³. Zatem analizowane obowiązki (tj. w zakresie instrumentów finansowych lub podobnych umów) dotyczą schematów, w których podmiot trzeci posiada instrument finansowy na rzecz podmiotu obowiązanego, instrument finansowy jest posiadany przez podmiot zależny lub zachodzi działanie w porozumieniu (*acting in concert*). Przepisy te są szersze niż polskie rozwiązania. Wynika to z faktu, że w Polsce, regulacje ujęte w art. 87 UOP nie odwołują się do przypadków objętych przez art. 69b UOP, co oznacza, że obowiązki notyfikacyjne nie wystąpią dla podmiotu, na którego rzecz instrument finansowy jest posiadany przez podmiot trzeci.

Francuskie regulacje modyfikują zasady przeprowadzania notyfikacji (w stosunku do norm zawartych w dyrektywie o transparentności) w przypadku umowy tymczasowego transferu akcji lub prawa głosu. W takiej sytuacji podmiot otrzymujący własność akcji musi przekazać informacje o tym fakcie, natomiast podmiot przenoszący własność nie raportuje procentowego spadku posiadanego udziału w spółce publicznej (tj. nie przekazuje informacji o spadku jego zaangażowania / liczby posiadanych akcji). Dlatego we francuskim porządku prawnym akcje będące przedmiotem umowy ich tymczasowego transferu dla celów realizacji obowiązków notyfikacyjnych są liczone podwójnie⁷¹⁴. Dotyczy to między innymi pożyczek akcji. W przypadku zajścia omawianych przesłanek, podmiot posiadający tymczasowo akcje musi o tym fakcie poinformować spółkę lub AMF nie później niż na trzy dni robocze przed walnym zgromadzeniem⁷¹⁵.

Dodatkowo w odróżnieniu od polskich konstrukcji prawnych, AMF, w art. 223-11 sekcja III. punkt 5 *Règlement général* (tj. generalne zasady w formie rozporządzenia ogólnego wydanego przez francuski organ nadzoru – tj. AMF), wskazuje, że jednym z instrumentów kreujących podobne efekty ekonomiczne do posiadania akcji, mogą

⁷¹³ A. Lecourt, *Groupe...*, akapit 149.

⁷¹⁴ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 71.

⁷¹⁵ E. Čulinović-Herc, A. Zubović, *Tackling Empty Voting in the EU: the Shareholders*, „Croatian Yearbook of European Law & Policy” 2015, tom 11, nr 1, s. 156.

być umowy dotyczące finansowania papierów wartościowych. W ten sposób został rozszerzony katalog przypadków mogących podlegać notyfikacji.

W statucie spółki można przewidzieć dodatkowe obowiązki informacyjne dotyczące posiadania akcji lub prawa głosu, w zakresie ustanowienia specjalnych progów notyfikacyjnych – mniejszych niż 5%, ale nie mniejszych niż 0.5%⁷¹⁶. W praktyce statuty wielu francuskich spółek notowanych na rynku regulowanym nakładają wymóg zgłoszenia faktu przekroczenia progów ustalonych w zakresie 0,5% do 2% kapitału lub ogólnej liczby głosów. W przypadku skorzystania z tej możliwości, ustawowe progi notyfikacyjne nadal obowiązują. Natomiast samo zawiadomienie ma charakter wyłącznie wewnętrzny. Oznacza to, że podmiot obowiązany na tej podstawie przekazuje informacje tylko do spółki, bez konieczności powiadamiania AMF.

Zgodnie z art. L. 233-7 *Code de commerce* podmiot obowiązany przekazuje informacje na temat posiadanych przez niego papierów wartościowych inkorporujących prawo do akcji lub praw głosu (realizowane w przyszłości) i instrumentach finansowych wymienionych w art. L. 233-9, sekcja I, pkt 4 i 4bis *Code de commerce*. Zatem notyfikowana informacja zawiera oddzielną informację dotyczącą papierów wartościowych i instrumentów finansowych – zapewniając tym samym większy stopień transparentności pozycji podmiotu zobowiązanego wobec spółki. Ponadto, podmiot obowiązany posiadający instrumenty finansowe podlegające raportowaniu dokonuje notyfikacji zawierającej informacje na temat typu tego instrumentu (lub umowy), datę jego zapadalności / wygaśnięcia, datę, w której akcje (których instrument lub umowa dotyczą) zostaną nabyte lub mogą zostać nabyte, nazwę spółki, która wyemitowała akcje, główny cechu instrumentu finansowego lub umowy (takie jak: informacja na temat warunków i maksymalnej liczby instrumentów bazowych – tj. akcji)⁷¹⁷.

4.2.2 Obowiązki wezwaniowe

Zgodnie z art. L. 433-3 sekcja I *Code monétaire et financier*, gdy dany podmiot (działając samodzielnie lub w porozumieniu) przekroczy próg 30% kapitału lub praw

⁷¹⁶ B. François, *Admission sur les marchés financiers, offre au public de titres financiers, placement privé et financement participatif – Statut résultant de la sollicitation des investisseurs*, 2016 (zaktualizowano 2022), akapit 271; J. G. de Tocqueville, S. Puel, E. Boujard, *OPCVM...*, akapit 820.

⁷¹⁷ B. François, *Admission...*, akapit 462.

głosu, powoduje to powstanie obowiązku wezwaniowego⁷¹⁸. Zgodnie z sekcją I tego przepisu, do przekroczenia progu może dojść w sposób pośredni lub bezpośredni. Takie przekroczenie może być spowodowane nabyciem papierów wartościowych, uzyskaniem podwójnego prawa głosu, konwersją opcji na akcje, podwyższenia kapitału zakładowego, redukcji ogólnej liczby głosów w spółce. Do przekroczenia progu może również dojść, gdy podmiot pośredniczący (zależny względem podmiotu obowiązującego) wejdzie w posiadanie akcji spółki publicznej⁷¹⁹. Próg 30% właściwy dla francuskich obowiązków wezwaniowych jest niższy niż w polskim przypadku (w Polsce obecnie funkcjonuje próg 50% ogólnej liczby głosów). Różnica ta może być spowodowana odmiennymi uwarunkowaniami rynków regulowanych w obu krajach. W Polsce wyższy próg może być uzasadniony przez występujące zazwyczaj niskie rozdrobnienie kapitału spółek giełdowych.

Ponadto obowiązek wezwaniowy powstaje w sytuacji, gdy dany podmiot posiada (pośrednio lub bezpośrednio) od 30% do 50% kapitału lub praw głosu w spółce publicznej i zwiększa swój poziom uczestnictwa o więcej niż 1% (tj. zwiększenie kapitału lub posiadanych praw głosu o 1%) w okresie kolejnych dwunasty miesięcy. W takim przypadku, podmiot jest zobowiązany do złożenia oferty publicznej na wcześniej przedstawionych i zatwierdzonych warunkach. Takie rozwiązanie wprowadza obowiązek wezwaniowy dotyczący dokonywania nowych nabyć dla podmiotów, które przekroczyły próg 30% (a nie osiągnęły jeszcze 50%) kapitału lub praw głosu – ze względu na zbyt szybkie zwiększanie kontroli nad spółką⁷²⁰. Obowiązek taki w znaczącym stopniu utrudnia przejmowanie spółki, jeżeli w wyniku pierwszej oferty po przekroczeniu progu 30% nie uda się uzyskać większości bezwzględnej. W Polsce nie istnieje analogiczny mechanizm prawny.

W przypadku złożenia oferty wezwania na akcje we Francji istnieje szczególny obowiązek notyfikacyjny. Zgodnie z art. 231-46 *Règlement général* podmiot wykonujący obowiązki wezwaniowe jest zobowiązany do codziennego składania deklaracji dotyczących transakcji przeprowadzonych na papierach wartościowych, których dotyczy oferta. Ponadto ten sam artykuł nakłada taki sam dzienny obowiązek

⁷¹⁸ F. M. Laprade, *Contentieux boursier: abus de marché et autres manquements*, 2017 (zaktualizowano 2023), akapit 88-89.

⁷¹⁹ J. P. Sortais, *Protection des minoritaires: droit boursier*, 2001 (zaktualizowano 2010), akapit 51-52.

⁷²⁰ D. Carreau, H. Letréguilly, *Offres publiques: OPA, OPE, OPR – Offres publiques de prise de contrôle*, 2012 (zaktualizowano 2022), akapit 261.

sprawozdawczy na każdą osobę lub podmiot, które nabyły, samodzielnie lub w porozumieniu, od początku okresu oferty lub w niektórych przypadkach, okresu przed ofertowego, papiery wartościowe reprezentujące co najmniej 1% kapitału lub 1% papierów wartościowych będących przedmiotem oferty innych niż akcje⁷²¹. Ten obowiązek notyfikacyjny obarcza również podmioty posiadające (samodzielnie lub w porozumieniu) co najmniej 5% kapitału lub praw głosu / innych papierów wartościowych będących przedmiotem oferty, a także członków organów spółki. Pozwala to na zachowanie jak największej transparentności obrotu w sytuacji newralgicznej i szczególnej dla spółki publicznej i podmiotów zainteresowanych – tj. w okresie obowiązywania oferty.

Sam obowiązek wezwaniowy polega na poinformowaniu AMF o fakcie przekroczenie ustawowych progów i złożeniu wstępnej wersji oferty publicznej na zakup pozostałych akcji / papierów wartościowych dających prawo do akcji lub praw głosu⁷²².

Dla potrzeb kalkulowania, czy doszło do przekroczenia określonych progów ustanowionych dla obowiązków wezwaniowych, uwzględnia się wszystkie sytuacje wymienione w art. L. 233-7 oraz art. L. 233-9 *Code de commerce*. Niemniej nie bierze się pod uwagę papierów wartościowych uprawniających do akcji / praw głosu jeszcze nie istniejących (np. opcji)⁷²³. Dodatkowo zgodnie z art. L. 433-7 sekcja I *Code monétaire et financier* wykluczone są umowy i instrumenty finansowe z art. L. 233-9 sekcja I ust. 4bis *Code de commerce* (tj. Instrumenty finansowe tworzące sytuacje podobne do posiadania akcji). W tym zakresie intencją legislatora było wyłączenie wszystkich instrumentów rozliczanych kasowo, w przypadku których nabycia akcji nie jest wystarczająco pewne⁷²⁴. Dla potrzeb obliczania przekroczenia progu uwzględnia się wszystkie inne przypadki wymieniane przez art. L. 233-9 *Code de commerce*, w tym także przypadki posiadania instrumentów finansowych dających prawo do nabycia akcji już wyemitowanych / prawa głosu (z własnej inicjatywy, niezwłocznie lub w przyszłości). Dotyczy to także sytuacji posiadania instrumentu przez podmiot trzeci (np. na rzecz podmiotu obowiązującego). Dodatkowo należy zaznaczyć, iż AMF określa listę (w art. 234-1 *Règlement général*) instrumentów, które powinny być brane pod

⁷²¹ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 202.

⁷²² J. P. Sortais, *Protection...*, akapit 54.

⁷²³ D. Carreau, H. Letréguilly, *Offres...*, akapit 263.

⁷²⁴ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 204.

uwagę przy obliczaniu przekroczenia progu dla obowiązków wezwaniowych. Zaliczają się do nich:

- obligacje zamienne na akcje;
- kontrakty terminowe;
- opcje, które można wykonać natychmiast lub w przyszłości, niezależnie od poziomu ceny akcji w stosunku do ceny wykonania opcji. Natomiast w przypadku, gdy opcja może być wykonana tylko pod warunkiem, że cena akcji osiągnie określony w kontrakcie poziom, wówczas jest ona uwzględniana po osiągnięciu tego poziomu.

Należy wskazać, że dla potrzeb obliczania omawianych progów uwzględnia się akcje, których dotyczą umowy wymienione w art. L. 233-9 sekcji I ust. 4 *Code de commerce*, w przypadku, gdy wykonanie umowy jest możliwe tylko pod warunkiem osiągnięcia przez akcje określonego w kontrakcie poziomu ceny – jeśli wskazana cena zostanie osiągnięta.

Na aprobatę zasługują uwzględnienie instrumentów finansowych przy obliczaniu progów ustanowionych dla obowiązków wezwaniowych (choć z wyłączeniem tych, które są rozliczane kasowo). Wynika to z faktu, że w przypadku takich instrumentów ich posiadacz ponosi skutki ekonomiczne podobne do posiadania akcji i jest uprawniony do ich nabycia. Natomiast sam fakt nabycia akcji związanych z tymi instrumentami jest wystarczająco prawdopodobny.

W przypadku oferty, zaproponowana cena wykupu powinna być godziwa. Przez godziwą cenę rozumie się najwyższą cenę zapłaconą za te same tytuły przez oferenta (działającego samodzielnie lub w porozumieniu) w okresie od co najmniej sześciu miesięcy do maksymalnie dwunastu miesięcy poprzedzających ofertę⁷²⁵. Przy czym cena zaproponowana w ofercie, zgodnie z art. L. 433-7 sekcja I *Code monétaire et financier* może być zmieniona przez AMF.

Dodatkowo można zaznaczyć, że w niektórych przypadkach AMF może zwolnić podmiot, który przekroczył określone progi, z obowiązków wezwaniowych. Przykładem tego jest art. 234-4 *Règlement général*. Na bazie tej regulacji AMF może przyznać zwolnienie w przypadku, gdy dochodzi do tymczasowego przekroczenia progów, jeżeli

⁷²⁵ D. Carreau; H. Letréguilly, *Offres publiques...*, akapit 269.

wynika to z transakcji, której celem nie jest uzyskanie lub zwiększenie kontroli nad spółką. Warto wskazać, że we Francji AMF przyznaje znacząco więcej zwolnień niż jest przeprowadzanych ofert przejęć w ramach wykonywania obowiązków wezwaniowych⁷²⁶. Instytucja ta pozwala ograniczyć koszty obowiązków związanych z funkcjonowaniem i inwestowaniem na rynku regulowanym i może być uzasadniona faktem, że nie każde przekroczenie progu może wymagać przeprowadzenia wezwania. Szczegółowy katalog zwolnień i wyłączeń w tym zakresie został ujęty w art. 234-4 –234-11 *Règlement général*.

4.2.3 Działanie w porozumieniu (*acting in concert*)

Definicja działania w porozumienia na gruncie prawa francuskiego została ujęta w art. L. 233-10 *Code de commerce*. Zgodnie z tym przepisem osoby działają w porozumieniu, gdy zawarły umowę dotyczącą nabycia, przeniesienia lub wykonywania prawa głosu w celu realizacji wspólnej polityki w stosunku do spółki lub uzyskania kontroli nad tą spółką⁷²⁷.

Zgodnie z powyższym, aby doszło do działania w porozumieniu, musi istnieć umowa zawarta pomiędzy dwiema stronami. Może ona przybrać postać wyraźnie zawartej umowy (w formie ustnej bądź pisemnej) lub umowy dorozumianej⁷²⁸. Natomiast bez zawarcia jakiegokolwiek umowy, nie może być mowy o działaniu w porozumieniu⁷²⁹. Warto zwrócić uwagę, że wymóg zawarcia umowy niektórzy autorzy interpretują szeroko przyjmując stanowisko, zgodnie z którym taka umowa będąca podstawą porozumienia może być prawnie niewiążąca⁷³⁰.

Ponadto, zawarta umowa musi dotyczyć nabycia, przeniesienia lub wykonywania prawa głosu⁷³¹. W przypadku nabycia lub przeniesienia praw głosu wskazuje się, że dotyczy to wszystkich przypadków przeniesienia (w tym natychmiastowego lub w przyszłości / czasowego / warunkowego) papierów wartościowych inkorporujących prawa głosu, a nie tylko ich nabywania lub sprzedawania. Jest to bardzo szerokie rozumienie i pokrywa także przypadki uprzywilejowania przy kupnie lub sprzedaży, wniesienia do spółki akcji w ramach

⁷²⁶ D. Carreau, H. Letréguilly, *Offres publiques...*, akapit 288.

⁷²⁷ J. P. Bertrel, M. Bourgeois-Bertrel, *Portage de droits sociaux*, 2015 (zaktualizowano 2021), akapit 52.

⁷²⁸ R. Veil, *European Capital Markets Law*, 2022, s. 388-389.

⁷²⁹ D. Schmidt, N. Rontchevsky, *Action de concert – Notion d'action de concert*, 2012 (zaktualizowano 2022), akapit 10-12.

⁷³⁰ A. Leocourt, *Groupe...*, akapit 152.

⁷³¹ *Tamże...*, akapit 152.

wkładu, zamiany wierzytelności na udziałowe papiery wartościowe, wymiany, udostępnienia, przekazania, objęcia, użyczenia / pożyczki, powiernictwa lub ustanawiania współwłasności⁷³². Przy czym wszelkie umowy dotyczące papierów wartościowych nieinkorporujących prawa do głosu pozostają poza obszarem tej regulacji⁷³³. Nie wyłącza to jednak z przedmiotowego zakresu instrumentów finansowych odwołujących się do akcji emitenta.

Wskazać należy, że aby móc przyjąć, iż podmioty działają w porozumieniu, umowy wskazane powyżej muszą być zawarte w celu realizowania wspólnej polityki wobec spółki lub w celu przejęcia kontroli nad nią. Biorąc to pod uwagę, przepis francuski wyróżnia trzy grupy przesłanek: (i) istnienie umowy, (ii) której przedmiotem jest prawo głosu (jego nabywanie / transfer / wykonywanie – w tym pośrednio poprzez transakcje na akcjach lub instrumentach finansowych), (iii) zawartej w określonym celu.

Dodatkowo, w zakresie konstrukcji działania w porozumieniu, przepisy francuskie przewidują domniemania prawne, które łagodzą trudność dowodową w tym obszarze. Na przykład domniemywa się, że spółka i jej członkowie zarządu działają w porozumieniu⁷³⁴. Pełna lista domniemań jest wymieniona w art. L. 233-10 sekcja II *Code de commerce*. Dla organu nadzoru takie domniemania ułatwiają penalizowanie nadużyć i czynności zmierzających do obejścia obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych. Nadmienić należy, iż francuski system prawny zawiera więcej domniemań w porównaniu do polskiej regulacji art. 87 ust. 4 UOP.

Francuska definicja działania w porozumieniu jest o wiele bardziej przejrzysta od polskiej wersji ujętej w art. 86 ust. 1 pkt 4-5 UOP. Ponadto działanie w porozumieniu dotyczy zawarcia umowy, której przedmiotem nie są akcje, a prawa głosu. Uznaje się, że działanie w porozumieniu dotyczy wszystkich papierów wartościowych inkorporujących prawo głosu – co oznacza, że pośrednio dotyczy też przeniesienia akcji. Dodatkowo wskazać należy, iż we Francji (odmiennie niż w Polsce) obowiązki notyfikacyjne nie obarczają podmiotów cechujących się zamiarem powzięcia czynności powodującej przekroczenie progu. W tym przypadku obowiązek powstanie dopiero z chwilą dokonania takiej czynności.

⁷³² D. Schmidt, N. Rontchevsky, *Action...*, akapit 46.

⁷³³ *Tamże...*, akapit 32.

⁷³⁴ A. Leocourt, *Groupe...*, akapit 153.

4.2.4 Notyfikacja intencji gospodarczych

We francuskim porządku prawnym istnieje mechanizm nieposiadający swojego odpowiednika w Polsce, który nakłada obowiązek przekazywania informacji na temat intencji gospodarczej podmiotu nabywającego znaczne pakiety akcji. Obowiązek ten funkcjonuje już od dłuższego czasu – tj. oryginalnie został wprowadzony w 1988 r.⁷³⁵. Obecny kształt regulacji bazuje natomiast na rozwiązaniu amerykańskim⁷³⁶.

W przypadku, gdy dana osoba nabywa akcje reprezentujące więcej niż 10%, 15%, 20% lub 25%⁷³⁷ kapitału lub ogólnej liczby głosów, musi poinformować o swoich intencjach gospodarczych, w tym o swoich celach lub planach dotyczących następnych sześć miesięcy. Obowiązki te mogą być rozszerzone na podstawie umowy spółki, na sytuacje przekroczenia progu wynoszącego mniej niż 5% (jednak nie niższego niż 0.5%)⁷³⁸. Taka informacja powinna być przekazana spółce w terminie pięciu dni roboczych oraz do AMF w ciągu czterech dni⁷³⁹. Pozwala to innym inwestorom lub akcjonariuszom rozpoznać, czy dany podmiot np. będzie kontynuował nabycia kolejnych pakietów akcji oraz czy będzie planował dokonanie przejęcia kontroli nad emitentem.

Zgodnie z art. L. 233-7 sekcja VII *Code de commerce* notyfikacja na temat intencji gospodarczych zawiera informacje dotyczące:

- sposobów finansowania nabycia;
- informacji na temat działania samodzielnego lub w porozumieniu;
- kontynuacji zakupu lub ich zaprzestania, a także objęcia, bądź nieobjęcia kontroli nad spółką;
- strategii, którą podmiot obowiązany przewiduje realizować w stosunku do spółki oraz działań służących jej wdrażaniu;
- jego zamiarów w odniesieniu do umów i instrumentów wymienionych w art. L. 233-9 sekcji I, ustęp 4 i 4bis *Code de commerce*, jeżeli podmiot obowiązany jest stroną takich umów lub instrumentów;

⁷³⁵ J. P. Sortais, *Protection...*, akapit 41; R. Veil, *European...*, s. 401.

⁷³⁶ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 183; R. Veil, *European...*, s. 401.

⁷³⁷ R. Veil, *European Capital Markets Law, 2022*, s. 402.

⁷³⁸ A. Lecourt, *Groupe...*, akapit 148.

⁷³⁹ J. G. de Tocqueville, S. Puel, E. Boujard, *OPCVM...*, akapit 821.

- wszelkich umów czasowego przeniesienia dotyczących akcji i praw głosu;
- powołania jednej lub kilku osób na stanowisko dyrektora, członka zarządu lub członka rady nadzorczej.

Powyższe kwestie podlegające notyfikacji zostały rozszerzone i doprecyzowane w art. 223-17 *Règlement général*. Zgodnie z tym przepisem, w przypadku sposobu finansowania nabycia, taka notyfikacja powinna zawierać informację, czy nabycie było finansowane kapitałem własnym, czy długiem – w tym wymieniać główne cechy tego długu, a także czy akcje zostały nabyte w ramach pożyczki papierów wartościowych. Natomiast w zakresie strategii realizowanej względem spółki, podmiot obowiązany powinien przekazać informacje na temat:

- planowanych fuzji, reorganizacji, likwidacji lub przeniesienia istotnej części aktywów spółki lub jakiegokolwiek innego kontrolowanego przez spółkę podmiotu;
- planowanych zmian w zakresie działalności spółki;
- planowanych zmian w umowie i statucie spółki;
- wycofanie spółki z rynku regulowanego;
- emisji papierów wartościowych.

Podmiot składający deklarację w sprawie intencji gospodarczych jest związany treścią złożonego oświadczenia w taki sposób, że w razie zmiany jego zamiarów w ciągu sześciu miesięcy od złożenia pierwotnej deklaracji, musi on sporządzić nowe oświadczenie wraz ze wskazaniem powodów takiej zmiany⁷⁴⁰. Sama modyfikacja winna być motywowana jedynie znaczącymi zmianami w jego otoczeniu, sytuacji lub poziomie udziału posiadanych przez niego w spółce⁷⁴¹. Przekazanie nowej deklaracji wiąże podmiot obowiązany na kolejne sześć miesięcy (L. 233-7 sekcja VII *Code de commerce*)⁷⁴².

Oprócz sytuacji przekroczenia wskazanych progów notyfikacyjnych istnieje mechanizm rozszerzający zakres podmiotowy analizowanych obowiązków. Jeżeli w przypadku danego podmiotu (działającego samodzielnie lub w porozumieniu) można

⁷⁴⁰ R. Veil, *European...*, s. 402.

⁷⁴¹ J. P. Sortais, *Protection...*, akapit 44.

⁷⁴² P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 185.

przypuszczać, że przygotowuje on ofertę dotyczącą wezwania na akcje, AMF może go zobowiązać do złożenia dodatkowej deklaracji dotyczącej jego intencji gospodarczych⁷⁴³.

Dodatkowo warto zwrócić uwagę na surową sankcję, która jest nakładana w związku z niedopełnieniem analizowanych obowiązków informowania o intencjach gospodarczych. Podmiot naruszający te obowiązki traci bowiem prawo głosu z akcji na okres dwóch lat od dnia dokonania notyfikacji⁷⁴⁴.

Tego typu regulacje, funkcjonujące od dłuższego czasu w ramach francuskiego porządku prawnego, w znaczącym stopniu poprawiają transparentność rynku, dając innym akcjonariuszom / podmiotom zainteresowanym ogląd na przyszłe działania podmiotu osiągającego znaczący udział w spółce publicznej. Pozwala im to na podejmowanie bardziej świadomych decyzji biznesowych na temat pozostaniu w spółce, wyjścia z niej lub nabycia akcji. Poprawia to również efektywną wycenę rynkową papieru wartościowego (taka informacja może mieć charakter cenotwórczy). Ponadto wymóg podania informacji na temat zamiarów zwiększenia swojego zaangażowania w spółce, czy też jej przejęcia, a także realizacji instrumentów finansowych (ujętych w art. L. 233-9 sekcja I, ustęp 4 i 4bis *Code de commerce*) utrudnia obchodzenie obowiązków notyfikacyjnych.

4.3 Prawo niemieckie

Niemiecki porządek prawny został wytypowany do przeprowadzenia analizy przepisów z zakresu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, jako że jest to podstawowa modelowa jurysdykcja dla kontynentalnych systemów prawa i często stanowi wzór lub inspirację dla polskiej legislacji.

Regulacje dotyczące analizowanej problematyki zostały w Niemczech uregulowane w dwóch ustawach. Tematyka dotycząca obowiązków notyfikacyjnych jest ujęta w ustawie z dnia 26 lipca 1994 r. WpHG (niemiecka ustawa o obrocie papierami wartościowymi, tj. *Wertpapierhandelsgesetz*). W jej ramach zawarte zostały obowiązki dotyczące zawiadamiania spółki publicznej oraz BaFin (niemieckiego organu nadzoru) o przekroczeniu progów w ogólnej liczbie głosów. W drugiej ustawie – WpÜG (niemiecka ustawa o nabywaniu papierów wartościowych i ofertach przejęcia,

⁷⁴³ *Tamże...*, akapit 200-201.

⁷⁴⁴ R. Veil, *European...*, s. 402.

tj. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*) unormowano mechanizmy z zakresu przejść kontroli nad spółkami publicznymi i związanych z nimi obowiązkami wezwaniowymi⁷⁴⁵.

4.3.1 Obowiązki notyfikacyjne

W prawie niemieckim w § 33 WpHG ustanowiono progi notyfikacyjne na poziomie 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 75% ogólnej liczby głosów. Na gruncie wspomnianego przepisu przekroczenie progów może nastąpić na skutek kupna, sprzedaży akcji lub w inny sposób⁷⁴⁶. Sam obowiązek notyfikacyjny należy wykonać niezwłocznie, lecz nie później niż w terminie 4 dni roboczych⁷⁴⁷. Dzięki sformułowaniu „w inny sposób”, do przekroczenia progu może dojść na skutek np. dziedziczenia, innego sposobu nabycia w drodze sukcesji uniwersalnej (połączenie lub podział), podwyższenia kapitału lub umorzenia akcji⁷⁴⁸. Dodatkowo § 33 ust. 3 WpHG precyzuje, że w ramach tego wyrażenia mieści się również bezwarunkowe roszczenia o niezwłoczne przeniesienie własności akcji (ze skutkiem rozporządzającym). Wspomniany przepis posługuje się zwrotem „*prawa głosu z akcji należących do tej strony*” w odniesieniu do rozstrzygania kwestii, czy doszło do przekroczenia progu notyfikacyjnego. W ten sposób ustawodawca chciał podkreślić, iż istnienie obowiązku sprawozdawczego jest ustalane na podstawie stanu posiadania akcji, z uwzględnieniem sytuacji objętych § 34 WpHG, które są traktowane jako wyjątek od generalnej zasady⁷⁴⁹.

W § 34 WpHG wskazano, że dla celów określania obowiązków notyfikacyjnych, poniżej wymienione prawa głosu wynikające z akcji emitenta, są równoważne z prawami głosu strony zobowiązanej do wykonania tych obowiązków (tj. ulegają do niej przypisaniu):

- a. prawa głosu podmiotu zależnego od strony podlegającej komentowanym obowiązkom;
- b. które należą do osoby trzeciej, lecz są posiadane na rzecz strony podlegającej komentowanym obowiązkom;

⁷⁴⁵ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 249.

⁷⁴⁶ D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB Handelsgesetzbuch*, 2020, WpHG § 33-39, nb. 1.

⁷⁴⁷ *Tamże...*, WpHG § 33-39, nb. 1.

⁷⁴⁸ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien- und GmbH-Group Law*, 2022, WpHG § 33, nb. 17.

⁷⁴⁹ J. v. Hein [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 2020, WpHG § 33, nb. 25-30.

- c. które podmiot obowiązany przeniósł tytułem zabezpieczenia na rzecz osoby trzeciej, chyba że osoba trzecia jest uprawniona do wykonywania prawa głosu z akcji i zgłosi zamiar wykonywania tego prawa niezależnie od dyspozycji tego podmiotu;
- d. które zostały przekazane podmiotowemu w użytkowanie;
- e. którą podmiot podlegający obowiązkom notyfikacyjnym może uzyskać w drodze oświadczenia woli;
- f. prawa głosu, które zostały powierzone podmiotowi obowiązany lub które może on wykonywać jako pełnomocnik, z zastrzeżeniem, że może on wykonywać prawo głosu z akcji według własnego uznania, w przypadku braku szczegółowych instrukcji udzielonych przez akcjonariusza;
- g. jeżeli podmiot podlegający dokonujący zawiadomienia może wykonywać prawo głosu z akcji na podstawie umowy przewidującej czasowe przeniesienie za wynagrodzeniem prawa głosu bez akcji, z którymi są one związane;
- h. wniesione jako zabezpieczenie do podmiotu obowiązany, o ile posiada on prawo głosu i deklaruje zamiar jego wykonywania.

Dodatkowo w § 34 ust. 1 zd. 2 WpHG wskazano wprost, że dla celów przypisania prawa głosu na podstawie punktów wymienionych powyżej, prawa głosu spółki zależnej od podmiotu obowiązany uważa się za równoważne temu podmiotowi. Oznacza to, że wszelkie prawa głosu w spółce zależnej przypadają w całości na podmiot obowiązany (tj. przypisaniu ulegają prawa głosu przypisane do spółki zależnej). W polskim porządku prawnym nie ma wprost wskazanego tego typu zastrzeżenia. W tym zakresie należy wskazać na art. 87 ust. 5 pkt 1 UOP, który jednak wydaje odwoływać się do sumowania praw głosów posiadanych przez podmiot zależny, a nie do niego przypisanych (przypisanie praw głosów nie jest równoznaczne z ich posiadaniem).

Punktem wymagającym bardziej szczegółowej analizy jest przypadek wymieniony w lit. e powyżej. Uwypuklenia wymaga fakt, że przepis ten powoduje powstanie obowiązków notyfikacyjnych wyłącznie, gdy wspomniane oświadczenie woli wystarczy do przejęcia własności akcji (tj. ma skutek rozporządzający). Natomiast obowiązek notyfikacyjny nie powstanie w okolicznościach, w których oświadczenie

woli jedynie obliguje drugą stronę do przekazania własności akcji. Tak wąska interpretacja ma być uzasadniona przez fakt, że podmiot obowiązany w przypadku roszczenia opartego wyłącznie o prawo zobowiązań nie posiada jeszcze pozycji uniezależniającej go od drugiej strony (tj. podmiotu zobowiązanego) w zakresie uzyskania własności akcji, z których wynika prawo głosu. Na przykład sprzedawca akcji lub opcji mógłby zgłosić sprzeciw lub prawo odstąpienia od umowy lub po prostu nie wywiązać się ze swojego zobowiązania. Tylko w sytuacji, gdy oświadczenie woli ma skutek rzeczowy, osoba podlegająca obowiązkowi notyfikacyjnemu może już wywierać wpływ na emitenta, ponieważ nabycie pełni praw zależy teraz tylko woli tej osoby, a nie jej kontrahenta⁷⁵⁰. Do tak ukształtowanego przepisu należy podejść krytycznie, gdyż znacząco zawęża przypadki wchodzące w zakres obowiązków notyfikacyjnych. Jest to uzasadnione, ponieważ tej regulacji wymykają się sytuacje, w których podmiot uprawniony może żądać przeniesienia własności akcji (ze skutkiem jedynie zobowiązującym), gdy z okoliczności ekonomicznych lub prawnych (a także społecznych) można rozsądnie oczekiwać, że druga strona wywiąże się z tego obowiązku (np. w przypadku zastrzeżenia wysokiej kary umownej). Niemniej podkreślić należy, że taka konstrukcja nie posiada swojego odpowiednika w prawie polskim.

W przypadku wskazanym w lit. g powyżej, w literaturze podkreśla się, że ze względu na zakaz wydziałania praw akcyjnych, regulacja ta *de facto* nie ma znaczenia dla przypadków dotyczących emitentów niemieckich. Niemniej jednak zagraniczne systemy prawne dopuszczają niekiedy rozdzielenie prawa głosu i własności akcji. W takich przypadkach prawo głosu powinno być przypisane osobie, która je posiada na podstawie umowy⁷⁵¹. W polskim systemie prawnym, taka sytuacja mogłaby podlegać obowiązkowi notyfikacyjnemu na podstawie art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. c UOP.

Sytuacje, w których do podmiotu obowiązanego zostają przypisane prawa głosu wliczone do liczby głosów podmiotu trzeciego na podstawie § 34 WpHG, budzą wątpliwości w niemieckiej doktrynie prawnej. Chodzi tu o kwestię, czy przypisaniu ulegają wyłącznie prawa głosu posiadane przez osobę trzecią, czy także prawa głosu przypisane do tej osoby trzeciej na podstawie § 34 WpHG (tzw. „przypisanie

⁷⁵⁰ R. Süßmann [w:] H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 2020, § 12 Effektengeschäft: Rechtliche Strukturen der Geschäfte in Finanzinstrumenten durch Kreditinstitute und Wertpapierhandelsbanken, nb. 48.

⁷⁵¹ D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 33-39, nb. 9.

łańcuchowe”). Zaznaczyć należy, iż takie przypisanie łańcuchowe zostało wprost przewidziane w ustawie w przypadku podmiotu zależnego oraz podmiotów działających w porozumieniu⁷⁵². W pozostałym zakresie wskazuje się, że sam cel konstrukcji przypisania głosów (ujawnienie równowagi sił) przemawia za uznaniem przypisania łańcuchowego, jeżeli osoba zobowiązana do notyfikacji faktycznie wywiera wpływ, choć tylko pośredni, na akcjonariusza będącego na końcu łańcucha⁷⁵³. Z drugiej strony, w niemieckiej literaturze prawniczej twierdzi się niekiedy, że taka atrybucja jest niedopuszczalna, gdyż nie wynika wprost z przepisów prawa⁷⁵⁴.

Kwestie dotyczące instrumentów finansowych (uregulowane w Dyrektywie 2013/50/UE) zostały ujęte w § 38 WpHG. Zgodnie z tym przepisem, w zakresie obowiązków notyfikacyjnych pozostaje (pośrednie lub bezpośrednie) posiadanie instrumentów finansowych:

- które dają posiadaczowi bezwarunkowe prawo, na moment ich zapadalności, do zakupu / swobodnej decyzji co do wykonania prawa nabycia wyemitowanych już akcji z prawem głosu, lub
- które odwołują się do akcji wymienionych w punkcie powyżej i które mają skutek ekonomiczny podobny do instrumentów finansowych, o których mowa w punkcie poprzedzającym, niezależnie od tego, czy dają prawo do rozliczenia przez wydanie rzeczywiste.

Powyższy przepis § 38 WpHG, analogicznie jak w przypadku prawa francuskiego i w Dyrektywy o transparentności, odnosi się do akcji już wyemitowanych. Dlatego też na gruncie prawa niemieckiego, wskazuje się, że nie dotyczy on obligacji zamiennych lub z warrantami. Raportowaniu nie podlegają przypadki, gdy akcje, które mają zostać wydane w przypadku wykonania prawa zamiany lub opcji, nie istnieją jeszcze w chwili nabycia obligacji, a jedynie zostaną utworzone w ramach kapitału warunkowego. To samo dotyczy prawa poboru⁷⁵⁵.

W zakresie sformułowania „podobny skutek ekonomiczny” w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w § 38 ust. 1 pkt 1 WpHG, w niemieckiej

⁷⁵² *Tamże...*, WpHG § 33-39, nb. 13.

⁷⁵³ W. Bayer [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kals, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2019, WpHG § 34, nb. 8.

⁷⁵⁴ J. v. Hein [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpHG § 34, nb. 49.

⁷⁵⁵ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 38, nb. 6; R. Süßmann [w:] H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch...*, § 14 Meldepflichten beim Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften, nb. 66.

literaturze prawniczej rozumie się je jako czynnik, który zgodnie z „logiką ekonomiczną” daje posiadaczowi instrumentu takie same możliwości dostępu do akcji, jak w przypadku bezwarunkowego prawa ich nabycie / możliwości swobodnego decydowania o ich nabyciu. W takiej sytuacji posiadacz instrumentu może zazwyczaj założyć, że emitent będzie posiadał akcje jako zabezpieczenie i przekaże je posiadaczowi po rozwiązaniu umowy instrumentu finansowego⁷⁵⁶. Tego typu rozumienie podobnych skutków ekonomicznych jest węższe, niż przedstawione dotychczas w dysertacji stanowisko ESMA mówiące, iż takie skutki zachodzą, gdy instrument finansowy ekspozuje jego posiadacza na ryzyko zmienności wartości akcji, a ponadto ułatwia temu posiadaczowi (z perspektywy ekonomicznej) nabycie lub uzyskanie dostępu do instrumentu bazowego. W literaturze niemieckiej wskazuje się, że przepis ten może dotyczyć kilku kategorii efektu podobnych skutków ekonomicznych. Podstawowym przykładem jest wskazana powyżej sytuacja, w której emitent instrumentu pochodnego zabezpiecza swoje ryzyko poprzez nabycie instrumentu bazowego⁷⁵⁷. Drugim przykładem jest możliwość nabycia akcji przez posiadacza wynikająca ze struktury samego instrumentu. Ma to miejsce, gdy taka możliwość zależy od zajścia okoliczności, na które wpływ ma posiadacz instrumentu (np. warunek potestatywny)⁷⁵⁸.

W przypadku prawa niemieckiego podkreślono, że obowiązki notyfikacyjne aktywują się w przypadku posiadania pośredniego instrumentów finansowych. Chodzi tu przede wszystkim o przykład, w którym instrument finansowy jest posiadany za pomocą podmiotu pośredniczącego⁷⁵⁹. W polskim systemie prawnym takie zastrzeżenie nie występuje.

Podkreślić należy, że przypisanie prawa głosu na podstawie w § 34 WpHG nie obejmuje wprost swoim zakresem sytuacji dotyczących posiadania instrumentu finansowego (ujętych w § 38 WpHG). Ani w § 34 WpHG, ani w § 38 WpHG nie uwzględniono wzajemnych referencji. Jednak poprzez wykorzystanie sformułowania w § 38 WpHG „posiadanie pośrednie lub bezpośrednie”, sytuacje ujęte w § 34 ust. 1 pkt 1 i 2 WpHG (tj. posiadane przez podmiot zależny lub przez osobę trzecią, ale na rzecz podmiotu obowiązującego) dotyczące instrumentów finansowych powinny

⁷⁵⁶ D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 33-39, nb. 21

⁷⁵⁷ W. Bayer [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener...*, WpHG § 38, nb. 14

⁷⁵⁸ W. Bayer [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener...*, WpHG § 38, nb. 15.

⁷⁵⁹ J. v. Hein [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpHG § 38, nb. 25.

podlegać obowiązkom notyfikacyjnym⁷⁶⁰. Ponadto BaFin uznał, że działanie w porozumieniu obejmuje również posiadane przez jego członków instrumenty finansowe⁷⁶¹.

Podmiot obowiązany w ramach notyfikacji przekroczenia ustawowych progów wskazuje m.in. przyczyny przekazywania informacji (np. nabycie lub sprzedaż akcji/instrumentów), datę przekroczenia progów, liczbę głosów. Ponadto ten podmiot podaje oddzielnie liczbę praw głosów przypisanych na podstawie § 34 WpHG (bez wskazania szczegółowego zestawienia przesłanek przypisania praw głosu) oraz § 38 WpHG (przy czym w przypadku instrumentów finansowych – muszą one być szczegółowo określone). Dodatkowo raportuje się kompletną listę podmiotów zależnych⁷⁶². W zakresie instrumentów finansowych przekazywane powinny być informacje dotyczące typu instrumentu finansowego i daty jego zapadalności lub wygaśnięcia⁷⁶³.

4.3.2 Obowiązki wezwaniowe

Na podstawie § 35 WpÜG podmiot, który uzyskał kontrolę nad emitentem, jest zobowiązany do przeprowadzenia obowiązkowego wezwania na akcje (tj. złożenia oferty publicznej na nabycie akcji spółki)⁷⁶⁴. Definicja uzyskania kontroli nad emitentem została ujęta w § 29 ust. 2 zd. 1 WpÜG. Zgodnie z tym przepisem, taka kontrola będzie miała miejsce, gdy podmiot obowiązany będzie posiadał co najmniej 30% ogólnej liczby praw głosu. Osiągnięcie tego progu może bazować nie tylko na bezpośrednim posiadaniu akcji, ale także na przypisaniu praw głosu zgodnie z § 30 WpÜG⁷⁶⁵. Przypisanie praw głosu na potrzeby określania powstania obowiązku wezwaniowego zachodzi w następujących sytuacjach (analogicznych jak w przypadku § 34 WpHG):

- a. posiadania ich przez podmiot zależny;
- b. posiadania praw głosu przez osobę trzecią, ale na rzecz podmiotu zobowiązanego;

⁷⁶⁰ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 38, nb. 16.

⁷⁶¹ BaFin, *FAQ zu den Transparenzpflichten des WpHG in den Abschnitten 6 (§§ 33 ff.) und 7 (§§ 48 ff.)*, s. 9.

⁷⁶² W. Bayer [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener...*, WpHG § 33, nb. 37-41.

⁷⁶³ J. v. Hein [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpHG § 38 nb. 36-38.

⁷⁶⁴ A. H. Meyer [w:] L. Angerer, S. Geibel, R. Süßmann, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, 2017, § 36, nb. 11.

⁷⁶⁵ O. Schroeder [in:] M. Schüppen, B. Schaub, *Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht*, 2018, § 51 Öffentliche Übernahmeangebote, nb. 15.

- c. przeniesienia na zabezpieczenie praw głosu przez podmiot obowiązany do osoby trzeciej, chyba że osoba trzecia jest uprawniona do wykonywania prawa głosu z tych akcji i wyrazi zamiar wykonywania prawa głosu niezależnie od instrukcji oferenta;
- d. posiadania ich w użytkowaniu;
- e. możliwości ich nabycia w drodze oświadczenia woli;
- f. udzielenia pełnomocnictwa (gdy umocowany może wykonywać prawo głosu według swojego uznania);
- g. przeniesienia prawa głosu bez związanych z nimi akcji w zamian za wynagrodzenie;
- h. otrzymanych przez podmiot obowiązany jako zabezpieczenie (pod warunkiem, że ten podmiot obowiązany może posługiwać się prawem głosu).

Zgodnie z § 30 ust. 1 zd. 3 WpÜG, prawa głosu przypisane do spółki zależnej na podstawie § 30 ust. 1 zd. 1 WpÜG, uznaje się za przypisane do podmiotu obowiązanego (tzw. przypisanie łańcuchowe)⁷⁶⁶. Oznacza to, że przypisaniu ulegają nie tylko prawa głosu bezpośrednio posiadane spółki zależnej, ale także prawa głosu uznawane za posiadane przez tą spółkę na podstawie § 30 ust. 1 zd. 1 WpÜG. Dodatkowo takiej atrybucji podlegają głosy przypisane do podmiotów działających w porozumieniu. W takim przypadku przypisaniu podlegają również głosy przypisane do podmiotów zależnych od członków porozumienia⁷⁶⁷.

Podkreślenia wymaga fakt, że na gruncie prawa niemieckiego posiadanie instrumentów finansowych nie ma wpływu na obowiązki wezwaniowe⁷⁶⁸. Tak jak w przypadku Polski, przepisy dotyczące obowiązków wezwaniowych nie odwołują się do sytuacji posiadania instrumentów finansowych uprawniających do nabywania akcji (lub instrumentów pochodnych do nich podobnych). W odniesieniu do obowiązków wezwaniowych, w niemieckim porządku prawnym nie uwzględniono odpowiednika regulacji funkcjonującej na gruncie powinności notyfikacyjnych, tj. § 38 WpHG⁷⁶⁹.

⁷⁶⁶ S. Oppenhoff [w:] F. Drinhausen, H.-M. Eckstein, *Beck'sches Handbuch der AG*, 2018, § 23 Übernahmerecht, nb. 159.

⁷⁶⁷ U. Noack, D. Zetzsche [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpÜG § 30, nb. 49.

⁷⁶⁸ U. Wackerbarth [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener...*, WpÜG § 30, nb. 56.

⁷⁶⁹ U. Noack, D. Zetzsche [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpÜG § 30, nb. 15.

Poniżej zostaną przeanalizowane tylko niektóre z punktów przytaczanych w § 30 ust. 1 zd. 1 WpÜG – tj. te, które mają największe znaczenie z perspektywy tematyki pracy oraz wymagają pewnych doprecyzowań w celu pełniejszego zrozumienia ich zakresu.

W zakresie § 30 ust. 1 zd. 1 pkt 1 WpÜG (tj. posiadanie akcji przez podmiot trzeci na rzecz podmiotu obowiązanego), wskazuje się, iż ma on zastosowanie do stanów faktycznych, w których podmiot obowiązany ponosi przynajmniej częściowe ryzyko gospodarcze związane z akcjami lub przysługują mu korzyści wynikające z akcji (np. wypłata dywidendy / zmiana kursu akcji)⁷⁷⁰. Zatem stan rzeczy ujmowany przez wspomniany przepis dotyczy przypadków rozszczepiania praw akcyjnych (tj. oddzielenie ryzyk i praw majątkowych). Dodatkowym warunkiem przypisania prawa głosu na podstawie § 30 ust. 1 zd. 1 pkt 1 WpÜG jest wymóg, aby podmiot obowiązany posiadał wpływ na wykonywanie prawa głosu. Ponadto warto wskazać, iż nie musi to być wpływ wynikający z prawnie wiążącej umowy (np. wynikający ze zobowiązania się podmiotu trzeciego do wykonywania prawa głosu zgodnego z interesem podmiotu obowiązanego lub zgodnie z jego instrukcjami)⁷⁷¹. Zatem w tym zakresie wystarczający jest wpływ czysto faktyczny⁷⁷².

Przypisaniu podlegają również prawa głosu w sytuacji, gdy podmiot zobowiązany może nabyć akcje, z którymi jest związane to prawo głosu, na podstawie swojego oświadczenia woli (ze skutkiem rozporządzającym). Wykluczone są zatem przypadki wymagające współpracy strony trzeciej. Dlatego umowy zobowiązujące, które zawierają prawo do zawarcia umowy nabycia lub przeniesienia własności akcji (np. w przypadku opcji) nie powodują przypisania głosów. Tak wąskie interpretowanie tego przepisu jest uzasadnione faktem, iż nabywca w przypadku zobowiązania czysto umownego nie ma jeszcze pozycji, która pozwalałaby mu na uniknięcie niepewności związanych z nabyciem własności⁷⁷³. Jak już wskazywano przy analizie regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych, tak rozumiany przepis jest znacznie zawężony, gdyż nie pokrywa umów o skutku czysto obligacyjnym, w przypadku których można rozsądnie i z dużą pewnością stwierdzić, iż dojdzie w przyszłości do transferu akcji. Niemniej analizowany przepis będzie miał zastosowania do przypadków, w

⁷⁷⁰ *Tamże...*, WpÜG § 30, nb. 11.

⁷⁷¹ *Tamże...*, WpÜG § 30, nb. 11.

⁷⁷² U. Wackerbarth [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener...*, WpÜG § 30, nb. 22.

⁷⁷³ R. Süßmann [w:] L. Angerer, S. Geibel, R. Süßmann, *Wertpapiererwerbs...*, WpÜG § 30, nb. 22.

których przeniesienie własności nastąpi na skutek spełnienia się warunku potestatywnego. W zakresie tej normy, podkreślenie wymaga fakt, że nie ma ona swojego odpowiednika na gruncie prawa polskiego. Sposób jej interpretacji wypracowany przez niemiecką doktrynę jest bardziej klarowny i ostry, z mniejszą ilością tzw. „szarych sfer” (tj. pozostawia mniejszą niepewność interpretacyjną).

Tak jak w przypadku obowiązków notyfikacyjnych, w sytuacji określonej powyżej w lit. g, wskazuje się w doktrynie, że w prawie niemieckim oddzielny transfer prawa głosu nie jest możliwy (ze względu na zakaz rozszczepiania praw akcyjnych). Jednakże, ponieważ jest to częściowo możliwe według praw funkcjonujących w innych jurysdykcjach, regulacja ta ma zapewnić, że prawa do głosowania będą przypisywane również w tych przypadkach⁷⁷⁴.

Przypadki przypisania prawa głosu na gruncie obowiązków wezwaniowych i notyfikacyjnych, w zakresie brzmienia właściwych przepisów, są zbieżne. Jednak podkreśla się, że ich interpretacja może być odmienna. Wynika to z faktu, iż § 30 WpÜG wiąże się z bardziej dotkliwymi skutkami prawnymi, a mianowicie złożeniem oferty obowiązkowej ze wszystkimi wynikającymi z tego obciążeniami. Ponadto § 30 WpÜG oraz § 34 WpHG realizują inne cele. Dlatego też § 30 WpÜG należy interpretować wężiej niż § 34 WpHG⁷⁷⁵.

BaFin może na pisemny wniosek podmiotu obowiązane go zezwolić na pominięcie praw głosu z akcji emitenta przy obliczaniu proporcji praw głosu, jeżeli akcje zostały nabyte przez m.in. dziedziczenie, podział spadku lub darowiznę między małżonkami, zmianę formy prawnej lub restrukturyzację w grupie. We wszystkich przypadkach odnotowuje się okoliczności, w których złożenie obowiązkowej oferty nie wydaje się właściwe. Wynika to z faktu, że w tych sytuacjach dochodzi do nieekonomicznie motywowanego nabycia lub nie ma faktycznej zmiany kontroli nad emitentem⁷⁷⁶. Dodatkowo BaFin może zwolnić podmiot obowiązany z obowiązku przeprowadzenia wezwania, gdy przekroczenie progu jest jedynie tymczasowe lub uzyskanie kontroli wydaje się uzasadniona, biorąc pod uwagę interesy wnioskodawcy oraz akcjonariuszy spółki przejmowanej.

⁷⁷⁴ J. Koch [w:] J. Koch, U. Hüffer, *Aktiengesetz: AktG*, 2023, § 8, nb. 26.

⁷⁷⁵ A. Opitz [w:] F. A. Schäfer, U. Hamann, *Kapitalmarktgesetze*, 2006, WpHG § 22, nb. 101.

⁷⁷⁶ A. H. Meyer [w:] [w:] L. Angerer, S. Geibel, R. Süßmann, *Wertpapiererwerbs...*, WpÜG § 36, nb. 1-2.

Sam obowiązek wezwaniowy polega na poinformowaniu BaFin o fakcie przekroczenia ustawowych progów i opublikowaniu oferty na zakup pozostałych akcji / papierów wartościowych dających prawo do akcji lub praw głosu.

4.3.3. Działanie w porozumieniu (*acting in concert*)

W przypadku niemieckiego systemu prawnego działanie w porozumieniu zostało zdefiniowane w § 34 ust. 2 WpHG. Zgodnie z tym przepisem, wszelkie prawa głosu należące do strony trzeciej podlegają przypisaniu do podmiotu, na którym ciążyą obowiązki notyfikacyjne, jeżeli podmiot ten lub podmiot zależny na podstawie umowy lub w inny sposób działają w porozumieniu wraz z osobą trzecią w stosunku do emitenta. Ponadto działanie w porozumieniu zakłada, że podmiot obowiązany lub podmiot od niego zależny oraz osoba trzecia uzgodnią wykonywanie prawa głosu lub współpracują w inny sposób w celu doprowadzenia do trwałej i istotnej zmiany strategii biznesowej emitenta (§ 34 ust. 2 zd. 2 WpHG)⁷⁷⁷.

W prawie niemieckim funkcjonuje osobna definicja działania w porozumieniu. Została ona wprowadzona dla potrzeb regulacji dotyczących wykonywania obowiązków wezwaniowych. Definicja ta została ujęta w §30 ust. 2 WpÜG. Zgodnie z nią za działanie w porozumieniu uznaje się sytuację, w której podmioty (tj. podmiot obowiązany lub podmiot od niego zależny oraz osoba trzecia) działają w takim porozumieniu względem emitenta na podstawie umowy lub w inny sposób w zakresie wykonywania prawa głosu lub współpracy w inny sposób w celu doprowadzenia do trwałej i istotnej zmiany strategii biznesowej emitenta. Obie definicje są w dużym stopniu zbieżne.

Warto zwrócić uwagę, iż na gruncie prawa niemieckiego, z zakresu analizowanej regulacji wykluczono porozumienia doraźne / incydentalne, zawierane w pojedynczych przypadkach (*Einzelfälle*)⁷⁷⁸. W doktrynie niemieckiej wskazuje się, że z punktu widzenia formalnego, bazującego na literalnym brzmieniu przepisu, o zastosowaniu wyłączenia decyduje częstotliwość zachowań związanych z realizowaniem prawa głosu⁷⁷⁹. Zgodnie z tym ujęciem, porozumienia dotyczące jednorazowych sytuacji, są zawsze poza zakresem § 34 ust. 2 WpHG / § 30 ust. 2

⁷⁷⁷ R. Süßmann [w:] H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch...*, § 14 Meldepflichten beim Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften, nb. 32.

⁷⁷⁸ R. Veil, *European...*, s. 390.

⁷⁷⁹ F. Gegler, *Die Einzelfallausnahme des übernahmerechtlichen Acting in Concert*, „Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht ” 2020, nr 24, s. 931.

WpÜG, nawet jeżeli głosowanie dotyczyło istotnych spraw spółki. Natomiast w praktyce doniosłości nabrała interpretacja materialna, zgodnie z którą dla stosowania przedmiotowego wyłączenia decydujące znaczenie mają konsekwencje działania w porozumieniu – tj. czy porozumienie to miało istotny skutek lub wiązało się z realizowaniem długodystansowych celów. Chodzi tu w szczególności o to, czy głosowanie (objęte tym porozumieniem) miało stałe i trwałe konsekwencje. W związku z tym, nawet jeśli porozumienie dotyczy tylko jednego głosu / jednej sprawy, nie może ono skorzystać z wyłączenia z § 34 ust. 2 zd. 3 WpHG / § 30 ust. 2 zd. 2 WpÜG, jeśli ma ono trwałe konsekwencje dla polityki biznesowej emitenta⁷⁸⁰. Taki sposób ujęcia analizowanego wyłączenia należy ocenić pozytywnie, gdyż to znaczenie biznesowe podejmowanych może decydować o doniosłości danego porozumienia. Kryterium należy rozpatrywać łącznie z kryterium jednorazowości porozumienia, jego doraźności / incydentalności. Zawęża to zakres notyfikacji / realizacji obowiązków wezwaniowych – jedynie do istotnych przypadków.

Wspomniana regulacja wymaga, aby strony porozumienia na podstawie umowy lub w inny sposób przyjęły wspólną politykę w stosunku do emitenta⁷⁸¹. Sformułowanie „w inny sposób” rozszerza zakres przepisu § 34 ust. 2 WpHG / 30 ust. 2 WpÜG na przypadki, w których choć nie zawarto formalnej umowy, to podobne zachowania stron bazują na innym dowolnym akcie komunikacyjnym. Dlatego też do działania w porozumieniu może dojść na skutek niewiążących umów dżentelmeńskich lub koordynacji działań inwestorów instytucjonalnych w zakresie ich wspólnego interesu⁷⁸². Z tego względu działanie w porozumieniu może bazować na świadomym kontakcie intelektualnym⁷⁸³, który co prawda nie tworzy więzi prawnej, ale opiera się o np. więzi społeczne lub ekonomiczne⁷⁸⁴. Natomiast podkreślenia wymaga kwestia, że samo faktyczne równoległe zachowanie dwóch podmiotów samo w sobie nie jest wystarczające dla przyjęcia działania w porozumieniu⁷⁸⁵.

Ogólnie rzecz biorąc, obie definicje działania w porozumieniu wskazują, że zaangażowane strony muszą skoordynować swoje zachowanie w stosunku do

⁷⁸⁰ D. Horcher, K. Kovacs, *Die Reichweite der Stimmrechtszurechnung wegen Acting in Concert nach dem BGH-Urteil v. 25.9.2018 (II ZR 190/17)*, „Deutsches Steuerrecht” 2019, nr. 8, s. 388.

⁷⁸¹ R. Veil, *European...*, s. 402.

⁷⁸² D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 33-39, nb. 11.

⁷⁸³ R. Veil, *European...*, s. 390.

⁷⁸⁴ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 34, nb. 25.

⁷⁸⁵ Tamże..., WpHG § 34, nb. 24.

emitenta⁷⁸⁶. Ponadto wymagają one, aby porozumienie dotyczyło wykonywania prawa głosu lub współpracowania w inny sposób celem doprowadzenia do trwałej i istotnej zmiany strategii biznesowej emitenta. Dlatego § 34 ust. 2 zd. 2 WpHG / § 30 ust. 2 zd. 2 WpÜG dotyczą nie tylko wzajemnego wykonywania praw głosu na walnym zgromadzeniu, ale także faktycznego wpływu na radę nadzorczą lub zarząd w celu osiągnięcia trwałej i istotnej zmiany w polityce firmy (działanie poza walnym zgromadzeniem)⁷⁸⁷. Istotną zmianą w polityce firmy jest na przykład rozwiązanie spółki, wypłata dywidendy mająca na celu osłabienie spółki, fundamentalna transformacja modelu biznesowego lub rezygnacja z istotnych obszarów działalności. Środki faktycznego wywierania wpływu na spółkę mogą obejmować np. nacisk, publikowanie artykułów prasowych, obietnice lub groźby⁷⁸⁸. Sama planowana zmiana polityki spółki musi być znaczna i trwała. Z jednej strony powinna ona mieć szczególną wagę w kontekście spółki i jej wskaźników. Z drugiej strony jej skutki muszą rozciągać się na nieprzewidywalny okres i nie mogą być łatwo cofnięte w krótkim czasie⁷⁸⁹. Przy czym sam fakt osiągnięcia takiej zmiany przez podmioty działające w porozumieniu jest irrelevantny⁷⁹⁰.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że niedopuszczalne jest traktowanie samego współdziałania w celu nabycia lub zbycia akcji jako działania w porozumieniu. W niemieckiej literaturze prawniczej podkreśla się, że tego typu interpretacja byłaby niezgodna z brzmieniem przepisu⁷⁹¹. Jest to odmienne podejście, niż to wyrażone w polskich przepisach, gdzie ustawodawca wprost wskazał, iż umowy dotyczące nabywania akcji wchodzą w zakres działania w porozumieniu.

Na gruncie obowiązków notyfikacyjnych, przekroczenie progu w związku z działaniem w porozumieniu może nastąpić nie tylko w przypadkach, gdy działający w porozumieniu są bezpośrednio właścicielami akcji. Dla potrzeb kalkulowania takiego przekroczenia uwzględnia się również głosy przypisane na podstawie § 34 WpHG (co wynika wprost z przepisu)⁷⁹². Na gruncie obowiązków wezwaniowych, zgodnie z § 30 ust. 2 zd. 3 WpÜG, prawa głosu osoby trzeciej przypisanej jej na podstawie ust. 1 tego

⁷⁸⁶ W. Bayer [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener...*, WpHG § 34, nb. 40.

⁷⁸⁷ D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 33-39, nb. 11.

⁷⁸⁸ Tamże..., WpHG § 33-39, nb. 11.

⁷⁸⁹ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 34, nb. 28.

⁷⁹⁰ J. v. Hein [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpHG § 34, nb. 39.

⁷⁹¹ R. Süßmann [w:] H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch...*, § 14 Meldepflichten beim Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften, nb. 34.

⁷⁹² D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 33-39, nb. 13.

paragrafu, wliczają się do kalkulowania progów wezwaniowych dla podmiotu obowiązującego⁷⁹³. Ponadto BaFin uznał, że działanie w porozumieniu obejmuje również posiadane instrumenty finansowe⁷⁹⁴.

Działanie w porozumieniu może zajść wyłącznie pomiędzy podmiotami, którym przysługuje prawo głosu lub prawo głosu zostało im przypisane (na podstawie § 34 WpHG)⁷⁹⁵. Zatem przepis ten jest odmienny od polskiej regulacji, gdzie działanie w porozumieniu może zajść pomiędzy osobami niezwiązanymi ze spółką (tj. w Polsce obowiązek ten cechuje też podmioty zamierzające nabyć akcje emitenta). Niemniej w świetle przytoczonych w dysertacji argumentów, należy pozytywnie ocenić podejście niemieckie, gdyż nie różnicuje ono sytuacji osób działających w porozumieniu i podmiotów działających samodzielnie.

4.3.4 Notyfikacja celów gospodarczych

Wymóg informowania o celach gospodarczych na gruncie prawa niemieckiego został ujęty w § 43 WpHG. Zgodnie z tym przepisem każdy podmiot zobowiązany do wykonania obowiązków notyfikacyjnych wymienionych w § 33 i § 34 WpHG, gdy osiągnie lub przekroczy próg 10% (lub kolejne, wyższe progi notyfikacyjne)⁷⁹⁶, powinien przekazać informacje na temat celów związanych z nabyciem praw głosów i źródeł finansowania dotychczasowych nabyć. Warto zwrócić uwagę, iż obowiązek ten nie dotyczy podmiotów, które przekroczyły wymieniony próg w związku z posiadaniem instrumentów finansowych. Niemniej dotyczy on wszelkich sposobów przekroczenia określonego progu w związku z przypisaniem prawa głosu na podstawie § 34 WpHG, a nie tylko na podstawie bezpośredniego posiadania akcji emitenta.

Dodatkowo warto zwrócić uwagę na cel przepisu § 43 WpHG. Zadaniem tej regulacji było zrównanie niemieckiego prawa rynku kapitałowego z bardziej rozległymi wymaganiami dotyczącymi raportowania w innych krajach, takich jak Stany Zjednoczone czy Francja. Wskazuje się, że dzięki niemu poprawia się jakość informacji na temat posiadaczy znacznych pakietów akcji⁷⁹⁷. Ponadto według uzasadnienia ustawy wprowadzającej tę regulację, rozszerzenie obowiązków

⁷⁹³ R. Süßmann [w:] L. Angerer, S. Geibel, R. Süßmann, *Wertpapiererwerbs...*, WpÜG § 30, nb. 40.

⁷⁹⁴ BaFin, *FAQ...*, s. 9.

⁷⁹⁵ A. Opitz [w:] F. A. Schäfer, U. Hamann, *Kapitalmarktgesetze...*, WpHG § 22, nb. 85a.

⁷⁹⁶ R. Veil, *European...*, s. 402.

⁷⁹⁷ T. A. Heinrich [w:] H. Shepherd, T. Möllers, K. Altenhain, H. Baum, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2014, WpHG § 27a, nb. 5.

dotyczących przejrzystości miało również na celu utrudnienie inwestorom finansowym prowadzenia działań niepożądanych dla całej gospodarki. W ten sposób obowiązki ujęte w § 43 WpHG poprawiają efektywność informacyjną rynku i ochronę mniejszości przez utrudnienie "podkradania się" posiadaczom znaczących udziałów oraz uzyskiwanie specjalnych korzyści po przejęciu kontroli⁷⁹⁸.

W odniesieniu do źródeł wykorzystanych środków osoba podlegająca obowiązkowi ujętemu w § 43 WpHG musi poinformować, czy były one jej środkami własnymi, czy nabycie sfinansowano długiem. W przypadku finansowania mieszanego należy podać odpowiednią proporcję obu typów. Dodatkowe informacje lub wyjaśnienia, w szczególności dotyczące warunków finansowania, nie są wymagane⁷⁹⁹.

Natomiast w zakresie celów realizowanych przez nabycie prawa głosu strona podlegająca obowiązkowi notyfikacji musi ujawnić, czy:

- a. inwestycja służy realizacji celów strategicznych lub generowaniu zysków handlowych;
- b. zamierza nabyć dalsze prawa głosu w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy w drodze nabycia lub w inny sposób;
- c. zamierza wywierać wpływ na powoływanie lub odwoływanie członków organów emitenta;
- d. zamierza doprowadzić do istotnej zmiany struktury kapitałowej spółki, w szczególności w zakresie relacji kapitałów własnych do zadłużenia oraz polityki dywidendowej.

W przypadku lit. a powyżej obowiązek ujawnienia odpowiada zasadzie „albo/albo”. Przepis nie wymaga w tym zakresie dokładniejszego wyjaśnienia celu inwestycyjnego⁸⁰⁰. W pozostałym zakresie wystarczającym jest, aby podmiot zobowiązany potwierdził lub odrzucił deklarowane cele prostym „tak” lub „nie”. Dalsze wyjaśnienia nie są konieczne, ale dopuszczalne⁸⁰¹. Przykładowo nie istnieje konieczność podawania informacji na temat określonej liczby praw głosów, które

⁷⁹⁸ C. Linke, L. Lichtenberg, *Die Mitteilungspflicht nach § 43 Abs. 1 Satz 1 WpHG bei Über- und Unterschreiten eines Schwellenwerts innerhalb der Meldefrist*, „Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht” 2023, nr 3, s. 548.

⁷⁹⁹ S. Petersen [w:] G. Spindler, E. Stilz, *Kommentar zum Aktiengesetz*, 2019, WpHG § 27a, nb. 98; H.-M. Eckstein [w:] F. Drinhausen, H.-M. Eckstein, *Beck'sches...*, § 21 WpHG- und MMVO-Meldepflichten, nb. 69.

⁸⁰⁰ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 43, nb. 7.

⁸⁰¹ S. Petersen [w:] G. Spindler, E. Stilz, *Kommentar...*, WpHG § 27a, nb. 98; H.-M. Eckstein [w:] F. Drinhausen, H.-M. Eckstein, *Beck'sches...*, § 21 WpHG- und MMVO-Meldepflichten, nb. 68.

podmiot zobowiązany planuje nabyć, ani nie trzeba ujawniać zamiaru przejęcia kontroli⁸⁰².

Podmiot, na którym ciąży omawiany obowiązek nie jest związany podanymi do publicznej wiadomości celami. Może od nich odstąpić, ale w takim wypadku jest zobowiązany do przekazania ich aktualizacji⁸⁰³. Ponadto warto zwrócić uwagę na fakt, że niewypełnienie analizowanego obowiązku nie pociąga za sobą dodatkowych sankcji administracyjnych⁸⁰⁴. W tym zakresie wspomniany podmiot może ponieść jedynie odpowiedzialność odszkodowawczą wobec emitenta lub inwestorów⁸⁰⁵.

Warto zwrócić uwagę, że zakres notyfikowanych informacji jest ograniczony, a sama notyfikowana treść może być bardzo lakoniczna i pozwalać tylko na identyfikację ogólnych celów związanych z nabyciem akcji. Przykładem w tym zakresie jest aspekt praktyczny funkcjonowania regulacji niemieckich, ponieważ w Niemczech notyfikowane informacje są zazwyczaj ograniczone do podstawowych danych, nieodnoszących się do szerszego kontekstu dokonanych transakcji lub intencji gospodarczych⁸⁰⁶. Jednak dzięki takim informacją można uzyskać wiedzę czy podmiot, na którym ciąży taki obowiązek, będzie planował „wkraść” się do spółki (np. z wykorzystaniem rozszczepiania praw akcyjnych *sensu largo*) – poprzez udzieloną przez niego odpowiedź na temat planów nabywania dalszych praw głosu.

4.4 Prawo amerykańskie

Bez wątplenia w Stanach Zjednoczonych istnieje najbardziej rozwinięty rynek kapitałowy na świecie. Natomiast NYSE i NASDAQ są z kolei największymi giełdami pod względem obrotu oraz całkowitej kapitalizacji notowanych na nich spółek. Amerykański rynek cechuje się długą historią funkcjonowania oraz bogatymi tradycjami. Wszystko to świadczy o jego wysokiej dojrzałości. Dlatego też w USA nie jest konieczna daleko idąca ingerencja normatywna i zakres obowiązków dotyczących nabywców znacznych pakietów akcji jest generalnie wąski w porównaniu do odpowiednich rozwiązań właściwych dla jurysdykcji europejskich⁸⁰⁷. Przede wszystkim należy podkreślić, że w Stanach Zjednoczonych nie funkcjonuje obowiązek

⁸⁰² M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 43, nb. 8.

⁸⁰³ D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 43, nb. 5.

⁸⁰⁴ R. Veil, *European...*, s. 402.

⁸⁰⁵ *Tamże...*, WpHG § 43, nb. 10.

⁸⁰⁶ R. Veil, *European...*, s. 402.

⁸⁰⁷ R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 255-256.

wezwniowy. Sama tematyka przejęć spółek publicznych jest zagadnieniem często poruszonym w amerykańskiej literaturze prawniczej oraz w orzecznictwie sądów w USA⁸⁰⁸.

W Stanach Zjednoczonych regulacje występujące na szczeblu ustawowym odnoszą się głównie do obowiązków notyfikacyjnych, natomiast obowiązki wezwaniowe są jedynie fragmentarycznie uregulowane⁸⁰⁹ (tj. w ich zakresie pozostają kwestie składania dobrowolnej oferty i związanych z tym obowiązków notyfikacyjnych). Warto dodatkowo zauważyć, że prawo spółek jest przede wszystkim przedmiotem regulacji stanowych, a nie tych funkcjonujących na poziomie federalnym⁸¹⁰. Jednakże ze względu na rozdrobnienie ustawodawstwa stanowego, analizy prowadzone w dysertacji będą ograniczone do prawa federalnego.

Na szczeblu federalnym, podstawowym aktem prawnym, który dotyczy tej materii jest tzw. *Williams Act*, który rozszerzył zakres *Securities Exchange Act* (oba są uwzględnione w *Code of Federal Regulations*). Jego głównym celem było ustanowienie mechanizmów ochrony interesów inwestorów poprzez budowanie transparentności funkcjonowania rynku kapitałowego. Założenie te miały być realizowane przez obarczenie nabywców znacznych pakietów akcji obowiązkami informowania o niektórych z podejmowanych przez nich działaniach⁸¹¹.

4.4.1 Obowiązki notyfikacyjne

Regulacje dotyczące obowiązków notyfikacyjnych zostały ujęte w art. 13(d) *Williams Act* (tj. §240.13d-1 *Code of Federal Regulations*). Zgodnie z tym przepisem, każdy podmiot (lub grupa podmiotów), który po nabyciu bezpośrednio lub pośrednio rzeczywistej własności (*beneficial ownership*) udziałowych papierów wartościowych jest rzeczywistym właścicielem więcej niż 5% akcji, jest zobowiązany do przekazania informacji do emitenta oraz SEC. Informacja ta zawiera dane na temat nabywcy, źródeł finansowania nabycia akcji, celu nabycia akcji, liczby akcji, co do których nabywca jest rzeczywistym właścicielem, umów zawartych przez nabywcę z innymi podmiotami,

⁸⁰⁸ T. L. Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulations*, tom 2, St. Paul 2002, s. 196 i n.; M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, s. 500–502; S. Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK*, Oxford 2004, s. 50 i n.

⁸⁰⁹ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne...*, s. 127.

⁸¹⁰ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, s. 502.

⁸¹¹ C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa, 2003, 1. Ogólna charakterystyka instytucji przejęcia spółki w drodze wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, akapit 1.

których przedmiotem są akcje emitenta⁸¹². Samą informację należy przekazać w terminie dziesięciu dni od dnia nabycia (lub uzyskania w inny sposób) rzeczywistej własności akcji.

Dodatkowo, zgodnie z §240.13d-2(a) *Code of Federal Regulations*, jeżeli nastąpi jakakolwiek istotna zmiana w faktach dotychczas zaraportowanych, w tym istotny wzrost lub spadek liczby akcji, co do których podmiot obowiązany jest ich rzeczywistym właścicielem, to jest on zobowiązany do zaktualizowania złożonej informacji. Nabycie lub zbycie rzeczywistej własności co najmniej jednego procenta ogólnej liczby akcji uznaje się za istotne. Nabycia lub zbycia mniejszej liczby akcji może być uznane za istotne, w zależności od powiązanych faktów i okoliczności. Ponadto zgodnie z §240.13d-2(b) *Code of Federal Regulations* podmioty, które przekroczyły próg 5% ogólnej liczby akcji są również zobligowane do corocznego aktualizowania przesłanych informacji w przypadku zajścia jakichkolwiek zmian. Dodatkowo raportuje się fakt przekroczenia progu 10% ogólnej liczby akcji. Zwrócić uwagę należy na fakt, iż po przekroczeniu progu 5%, każda kolejna transakcja może powodować obowiązek raportowy (nawet jeżeli dotyczy mniej niż 1% akcji emitenta) – jeżeli informacja o jej przeprowadzeniu może być istotna dla obrotu / rynku.

Warto wskazać, iż na gruncie prawa amerykańskiego ustawa posługuje się terminem rzeczywistej własności (*beneficial ownership*). Termin ten został zdefiniowany w §240.13d-3(a)-(d) *Code of Federal Regulations*. Zgodnie z tymi przepisami rzeczywistym właścicielem jest osoba, która bezpośrednio lub pośrednio, poprzez jakąkolwiek umowę, układ, porozumienie, związek lub w inny sposób posiada lub współposiada prawo głosu (w tym prawo do wykonywania prawa głosu lub kierowanie tym prawem) lub posiada zdolność inwestycyjną, która obejmuje możliwość zbywania akcji lub kierowania zbywaniem takich akcji. Fakt posiadania prawa głosu lub siły / zdolności inwestycyjnej nie został ściśle doprecyzowany i może również obejmować inne sytuacje niż wskazane wprost w przepisie (tj. inne niż np. wykonywanie prawa głosu lub zbywanie akcji). Dlatego ta definicja jest otwarta⁸¹³.

Na podkreślenie zasługuje fakt, że w ramach przesłanek definicji rzeczywistej własności, obok prawa do głosu, uwzględniono również kwestię dotyczącą siły /

⁸¹² R. J. Colombo, *Effectuating Disclosure Under the Williams Act*, "Catholic University Law Review" 2011, tom 60, nr 2, s. 319.

⁸¹³ D. Bertaccini, *To Disclose Or Not To Disclose? Csx Corp., Total Return Swaps, And Their Implications For Schedule 13d Filing Purposes*, "Cardozo Law Review" 2009, tom 31, nr 1, s. 285.

zdolności inwestycyjnej. W tym zakresie SEC uznał, iż tego typu zdolność inwestycyjna jest ściśle związana z siłą głosu oraz wykorzystując uprawnienie do zbywania akcji, można udostępnić prawa głosu innym inwestorom lub podmiotom trzecim. Dlatego została ona włączona do definicji⁸¹⁴.

Ponadto za rzeczywistego właściciela uznaje się każdą osobę, która pośrednio lub bezpośrednio, z wykorzystaniem powiernictwa, pełnomocnictwa, umowy dot. wykonywania praw głosu (*pooling agreement*) lub jakiegokolwiek innej umowy lub porozumienia unika uzyskania statusu rzeczywistego właściciela mając na celu obejście obowiązków notyfikacyjnych. Ten zapis stanowi swoistego rodzaju klauzulę obejścia prawa, której zdaniem jest przede wszystkim uszczelnienie systemu. W jej zakres wchodzi w zasadzie każdy przypadek uchylania się od tych obowiązków – dzięki wykorzystaniu sformułowania „lub jakiegokolwiek innej umowy”. W Polsce oraz w innych jurysdykcjach przanalizowanych w toku dysertacji brak jest takich rozwiązań, które byłyby skupione wyłącznie na kwestiach związanych z obowiązkami nabywców znacznych pakietów akcji.

Nadmienić należy, że za rzeczywistego właściciela uznaje się również każdą osobę, która posiada prawa do nabycia rzeczywistej własności akcji w celu wywierania wpływu lub uzyskania kontroli w spółce.

W ramach rzeczywistej własności akcji mieści się posiadanie instrumentów finansowych rozliczanych gotówkowo. Niemniej przy tego typu instrumentach konieczne może być również stwierdzenie zamiaru uchylenia się od obowiązków informacyjnych, prawa do nabycia akcji w ciągu sześćdziesięciu dni lub kwestii, czy instrument pochodny został nabyty w celu zmiany kontroli nad emitentem lub wywarcia na nią wpływu⁸¹⁵. Wciąż pomimo braku spełnienia powyższych cech, instrumenty finansowe (również te rozliczane gotówkowo) mogą podlegać zaliczeniu na cele kalkulacji przekroczenia progów – na podstawie regulacji dotyczącej obejścia przepisów nakładających obowiązki notyfikacyjne⁸¹⁶. Ponadto w doktrynie amerykańskiej wskazuje się, że instrumenty rozliczane gotówkowo (np. *total return swap*) w rzeczywistości dają ich posiadaczom siłę / zdolność inwestycyjną w

⁸¹⁴ D. Bertaccini, *To Disclose...*, s. 286.

⁸¹⁵ C. Kannangara, *Who's Afraid of the Big Bad Wolf? A Comparative Analysis of the Shareholder Disclosure Requirements in the United States, the United Kingdom and New Zealand*, "New Zealand Business Law Quarterly" 2019, tom 25, nr 3, s. 173.

⁸¹⁶ T. W. Briggs, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, "Journal of Corporation Law" 2007, tom 32, nr 4, s. 706-707.

rozumieniu definicji rzeczywistej własności akcji, przez co powinno się je uwzględniać dla celów realizowania obowiązków notyfikacyjnych⁸¹⁷.

Tak ustrukturyzowana definicja rzeczywistej własności daje podstawy do tzw. łańcuchowego przypisania. Nie budzi wątpliwości, że tego typu przypisanie ma miejsce w przypadku podmiotów działających w porozumieniu. Dodatkowo przypisaniu powinny ulegać również głosy podmiotów zależnych, które wynikają nie tylko z własności akcji, ale również akcje / głosy, w stosunku do których podmiot zależny jest ich rzeczywistym właścicielem. W pozostałym zakresie wydaje się, że problematyka łańcuchowego przypisania powinna być każdorazowo analizowana, jednak sama definicja nie wyklucza możliwości takiego przypisania w innych przypadkach niż wskazane powyżej (jeżeli podmiot obowiązany ma wpływ na głosy / akcje posiadane przez akcjonariusza będącego na końcu łańcucha powiązań).

Podkreślić należy, że analizowana definicja od samego początku miała mieć jak najszerszy zakres przedmiotowy i nie być ograniczona wyłącznie do kwestii, czy właściciel ma formalne, techniczne i materialne prawo do głosowania lub dysponowania akcjami. Biorąc pod uwagę powyższy fakt (tj. szerokie ujęcie definicji rzeczywistego właściciela / rzeczywistej własności), wskazuje się, że każdorazowo należy badać okoliczności związane z określeniem zakresu rzeczywistej własności w przypadku przekraczania progów notyfikacyjnych – w celu zweryfikowania, czy raportowanie jest uzasadnione w konkretnym przypadku⁸¹⁸.

4.4.2 Obowiązki wezwaniowe

W prawie amerykańskim nie istnieje mechanizm ustanawiający obowiązki wezwaniowe na nabywców znacznych pakietów akcji. Niemniej istnieje procedura publikowania ofert dobrowolnych. Procedura ta nie będzie przedmiotem analizy w dysertacji, ze względu na to, że pozostaje poza jej zakresem (nie jest to obowiązek nabywcy znacznych pakietów akcji). Jednak warto zwrócić uwagę na fakt, iż przepisy dotyczące przeciwdziałania nadużyciom zabraniają działań oszukańczych, wprowadzających w błąd i manipulacyjnych dokonywanych w związku z wezwaniem (§240.14e *Code of Federal Regulations*)⁸¹⁹.

⁸¹⁷ D. Bertaccini, *To Disclose...*, s. 287.

⁸¹⁸ D. Bertaccini, *To Disclose...*, s. 273-274, 285.

⁸¹⁹ C. Zschocke [w:] R. Francioni, R.A. Schwartz, *Equity Markets in Transition*, 2017, s. 543.

Ponadto każdy podmiot przeprowadzający ofertę publiczną nabycia akcji jest zobowiązany do dokonania notyfikacji takiej, jak w przypadku obowiązków wezwaniowych związanych z przekroczeniem progu 5% (§240.14d *Code of Federal Regulations*)⁸²⁰. Musi on przekazać podstawowe informacje na temat swoich intencji gospodarczych. Raportowana informacja zawiera dane m.in. na temat oferenta, źródeł finansowania oferty, planów dotyczących zmian korporacyjnych w emitencie⁸²¹.

4.4.3 Działanie w porozumieniu (*acting in concert*)

Zgodnie z ustawodawstwem Stanów Zjednoczonych (§240.13d-5(b)(1) *Code of Federal Regulations*), co najmniej dwie osoby zgadzające się działać razem w celu nabycia, posiadania, głosowania lub zbycia udziałowych papierów wartościowych emitenta, formują grupę, w przypadku której uznaje się, iż jest ona rzeczywistym właścicielem wszystkich akcji posiadanych przez jej członków⁸²². Członkowie takiej grupy dla realizacji celów przepisu §240.13d *Code of Federal Regulations* są postrzegani jako jeden podmiot⁸²³.

W zakresie amerykańskiej konstrukcji działania w porozumieniu wskazać należy, że użycie terminu „zgadzać się” sugeruje, iż bez wyraźnego lub domniemanego dowodu dotyczącego istnienia umowy między członkami grupy nie dojdzie do działania w porozumieniu. Przy czym uważa się, że sama umowa może mieć charakter nieformalny i nie musi przyjmować formy pisemnej. Taka umowa może być ustna lub dorozumiana. Dlatego przesądzające jest, czy członkowie grupy / porozumienia współdziałają, aby realizować wspólne cele dotyczące jednej z wymienionych aktywności (tj. nabycie, posiadanie, zbycie akcji lub realizowanie praw głosu)⁸²⁴. W tym zakresie czasem podkreśla się bardzo szerokie rozumienie definicji działania w porozumieniu. W szerokim rozumieniu definicja ta miałaby uwzględniać sytuacje, w których np. fundusze hedgingowe, bez umów, jedynie dzielą się swoimi intencjami gospodarczymi lub pomysłami inwestycyjnymi, aby działać równolegle (choć niezależnie od siebie), bez wyrażenia woli wzajemnej współpracy (tzw.

⁸²⁰ C. M. Sautter, *Tender Offers and Disclosure: The History and Future of the Williams Act*, 2015, s. 24.

⁸²¹ G. Ferrarini, G. P. Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, „Cornell International Law Journal” 2009, tom 42, nr 3, s. 305.

⁸²² J. C. Coffee, D. Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 2015, s. 28.

⁸²³ W. R. Tevlin, *The Conscious Parallelism of Wolf Packs: Applying the Antitrust Conspiracy Framework to Section 13(d) Activist Group Formation*, „Fordham Law Review” 2016, tom 84, nr 5, s. 2344.

⁸²⁴ D. A. Katz, L. A. McIntosh, *Corporate Governance Update: 13(d) Reporting Inadequacies in an Era of Speed and Innovation*, „New York Law Journal”, 2015, s. 5.

formowania wilczego stada). Wskazuje się, iż tego typu grupa może powstać poprzez np. dyskutowanie strategii inwestycyjnych, dzielenie się informacjami (w celu zachęcenia innych podmiotów do podjęcia inwestycji), komunikację mającą na celu ominięcie strategii obrony *poison pill* lub kampanie mające na celu przeforsowanie promowanych decyzji. Niemniej, nie w każdym przypadku takie fakty będą świadczyć jednoznacznie o sformowaniu grupy⁸²⁵. Dodatkowo poglądy, że we wskazanych przypadkach może dojść do działania w porozumieniu, nie jest powszechnie akceptowany oraz w tym zakresie pojawiają się głosy przeciwne⁸²⁶.

Warto zaznaczyć, iż działanie w porozumieniu odnosi się do agregowania nie tylko akcji, które są własnością członków grupy, ale także do wszystkich akcji, których ci członkowie są rzeczywistymi właścicielami. Tym samym, jako że w ramach terminu rzeczywistej własności akcji mieści się posiadanie instrumentów finansowych (np. *total return swap*), prawa głosu wynikające z akcji (które są instrumentem bazowym) posiadanych przez członków porozumienia, ulegają przypisaniu sformowanej grupy jako całości. Dotyczy to również wszelkich innych przypadków przypisania akcji, które mieszczą się w terminie rzeczywistej własności.

W przypadku prawa amerykańskiego, działanie w porozumieniu może dotyczyć nabywania akcji emitenta. Takie podejście zostało również uwzględnione w polskich przepisach. Niemniej podkreślić należy, iż w USA obowiązek notyfikacyjny nie powstaje w przypadku grupy na etapie zamiaru podjęcia czynności, która w innych przypadkach powoduje powstanie powinności do przeprowadzenia raportowania, a dopiero z momentem nabycia rzeczywistej własności. Przepisy w tym zakresie nie różnicują sytuacji podmiotów działających w porozumieniu oraz podmiotów działających samodzielnie. Niemniej należy podkreślić, iż do sformowania grupy może już dojść na wcześniejszym etapie, jednak w takim wypadku na grupie nie ciąży obowiązek notyfikacyjny (dopóki nie zostanie dokonana czynność aktywująca tego typu obowiązek).

4.4.4 Notyfikacja celów gospodarczych

Obowiązek z zakresu notyfikacji celów gospodarczych dotyczy ujawniania wszelkich planów dotyczących całej listy wydarzeń korporacyjnych⁸²⁷. Obowiązki te są

⁸²⁵ W. R. Tevlin, *The Conscious...*, *passim*.

⁸²⁶ C. Kannangara, *Who's Afraid...*, s. 169.

⁸²⁷ T. W. Briggs, *Corporate...*, s. 689.

realizowane w związku z przekroczeniem progu 5%⁸²⁸ (a także w innych przypadkach wskazanych w podrozdziale 4.4.1 w dysertacji). Wraz z informacją na temat przekroczenia progu, podmiot obowiązany podaje do wiadomości m.in. poniższe dane na temat:

- a. źródeł środków wykorzystanych do zakupu akcji;
- b. celów zakupu akcji;
- c. umów zawartych z innymi podmiotami dotyczących jakichkolwiek papierów wartościowych emitenta⁸²⁹.

Wskazuje się, iż najważniejszym punktem dotyczącym notyfikacji intencji gospodarczych jest temat wskazany w lit. b powyżej, wymagający od podmiotu obowiązującego ujawnienia celu motywującego dokonany zakup. W przypadku, gdy takim celem jest przejęcie kontroli nad emitentem, powinność notyfikacyjna dotyczy poinformowania o planach lub propozycjach, które podmiot ten może mieć w zakresie likwidacji spółki, sprzedaży jej aktywów, połączeń, wszelkich innych zmian w zakresie jej działalności lub struktury korporacyjnej⁸³⁰. Na podkreślenie zasługuje fakt, że analizy rynkowe wskazują, iż publikacja tego typu informacji skutkuje istotnym wahaniem kursów akcji. Z tego względu bez wątpienia zakres omawianych obowiązków zawiera dane, które mają doniosłe znaczenie dla celów wyceny emitenta (tj. mają charakter cenotwórczy)⁸³¹.

Podmiot obowiązany ponadto może być zobowiązany do ujawnienia wszelkich umów lub innych uzgodnień dotyczących papierów wartościowych, które może on posiadać z inną osobą. Obejmuje to umowy *joint venture*, umowy przeniesienia jakichkolwiek papierów wartościowych oraz opcje sprzedaży i kupna. W zakresie finansowania natomiast notyfikuje się np. opis kredytów bankowych lub innych źródeł środków wykorzystywanych przy nabyciu rzeczywistej własności akcji⁸³².

⁸²⁸ R. Veil, *European...*, s. 401.

⁸²⁹ R. J. Colombo, *Effectuating...*, s. 324.

⁸³⁰ R. J. Colombo, *Effectuating...*, s.324-325.

⁸³¹ R. J. Colombo, *Effectuating...*, s. 325; W.H. Mikkelson, R.S. Ruback, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, „Journal of Financial Economics” 1985, nr 15, s. 532, 536; J. Bethel, J. P. Liebeskind, T. Opler, *Block Share Purchases and Corporate Performance*, „Journal of Finance” 1998, tom 53, nr 2, s. 605, 628; F. C. Scherr, A. Abbott, U. Dillon, *Returns to Target Shareholders from Initial Purchases of Common Shares: A Multivariate Analysis*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1993, tom 32, nr 4, s. 66, 70, 73.

⁸³² C. M. Sautter, *Tender...*, s. 22.

Ponadto należy zwrócić uwagę, że w Stanach Zjednoczonych przyznano SEC możliwość występowania do nabywców znacznych pakietów akcji z żądaniem upublicznienia dodatkowych informacji ponad te wskazane powyżej – jeśli jest to konieczne lub właściwe w świetle interesu publicznego lub ochrony inwestorów⁸³³. Jest to rozszerzenie obowiązków informowania o intencjach gospodarczych, wzmacniające transparentność rynku – w przypadkach, w których SEC uzna je za zasadne.

W Stanach Zjednoczonych przekazywane informacje w związku z przekraczaniem progów notyfikacyjnych (i realizowaniem transakcji dotyczących nabycia znacznych pakietów akcji) są rozległe i zapewniają wysoki poziom transparentności rynku. Notyfikacja celu nabycia akcji pokazuje intencje sprzedającego i plany co do emitenta. Jest to bardzo ważna informacja dla dotychczasowych akcjonariuszy, a także potencjalnych inwestorów. Ponadto, podmiot obowiązany notyfikuje również wszystkie umowy dotyczące akcji emitenta – co wiąże się z koniecznością ujawnienia pełnej informacji na temat jego pozycji względem spółki.

4.5 Najważniejsze konstrukcje występujące w analizowanych jurysdykcjach w kontekście możliwych zmian w prawie polskim

Regulacje z zakresu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych funkcjonujące w innych jurysdykcjach (tj. we Francji, w Niemczech i w Stanach Zjednoczonych) zazwyczaj wykraczają poza ramy polskich przepisów, zapewniając większy poziom transparentności rynku / ochrony akcjonariuszy mniejszościowych (przy czym należy podkreślić, że w amerykańskim porządku prawnym nie uwzględniono instytucji obligatoryjnego wezwania na akcje). Odnosi się to przede wszystkim do powinności dotyczącej raportowania intencji gospodarczych nabywców znacznych pakietów akcji oraz konstrukcji łańcuchowego przypisania. Przynajmniej część z mechanizmów istniejących w innych krajach, mogłaby być transponowana do Polski. Poniżej zostaną pokrótce przedstawione tego typu konstrukcje.

4.5.1 Łańcuchowe przypisanie

Przypisanie łańcuchowe jest konstrukcją, w której prawa głosu nie wynikające bezpośrednio z posiadanych głosów, ale przypisane do danego podmiotu, mogą być

⁸³³ K. Giglia, *A Little Letter, A Big Difference: An Empirical Inquiry Into Possible Misuse Of Schedule 13g/13d Filings*, "Columbia Law Review" 2016, tom 116, nr 1, s. 109.

w dalszej kolejności przypisywane kolejnym osobom. Taka sytuacja zachodzi w np. w przypadku przypisania głosów do podmiotu dominującego, które zostały przypisane do jego podmiotu zależnego. Analogiczne okoliczności zachodzą w przypadku działania w porozumieniu (taka konstrukcja jest dopuszczalna przez wszystkie trzy jurysdykcje poddane analizie w toku dysertacji). Niekiedy również łańcuchowe przypisanie dopuszcza się w innych przypadkach (np. głosy przypisane do podmiotu trzeciego, jeżeli finalnie akcje/prawa głosu są posiadane na rzecz podmiotu obowiązującego). Choć zaznaczyć należy, że ten ostatni przykład może być dopuszczony w polskim porządku prawnym poprzez interpretację art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP, który odwołuje się do osoby wskazanej w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP. Dodatkowo należy wskazać na art. 87 ust. 5 pkt 1 UOP, który nakazuje sumowanie głosów posiadanych przez podmiot dominujący i podmiot zależny. Ten przepis jednak nie może zapewnić solidnych podstaw pod przyjęcie konstrukcji przypisania łańcuchowego, gdyż odnosi się on do „głosów posiadanych”, co nie jest równoznacznym z przypisaniem głosów. Przykładowo w zakresie art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP dotyczącym działania osoby trzeciej, to ta osoba trzecia posiada prawa głosu. W tych okolicznościach do mocodawcy zostały przypisane prawa głosu, ale nie jest on ich posiadaczem. Odmienna interpretacja prowadziłaby bowiem do zbędności art. 87 UOP, ponieważ sam art. 69 UOP odwołuje się wprost do stanu posiadania głosów („*kto posiadał co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33 1/3%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów (...)*”).

W analizowanych porządkach prawnych łańcuchowemu przypisaniu podlegają również głosy z akcji, do których odnoszą się instrumenty finansowe – gdy te instrumenty są w posiadaniu podmiotu trzeciego, ale na rzecz podmiotu obowiązującego (to samo tyczy się sytuacji działania w porozumieniu lub posiadania instrumentu przez podmiot zależny). Przy czym instrumenty finansowe nie zawsze podlegają uwzględnieniu przy kalkulowaniu przekroczenia progów wyznaczonych dla obowiązków wezwaniowych w innych jurysdykcjach.

W polskich przepisach brak regulacji umożliwiających dokonywanie przypisywań łańcuchowych (za wyjątkiem pojedynczego przykładu wskazanego powyżej). Z tego względu wartym rozważaniem jest rozszerzenie właściwych regulacji UOP, w celu objęcia nimi tego typu przypadków. Jest to uzasadnione faktem, że bez właściwych regulacji obejmujących opisane sytuacje, w polskim porządku prawnym

funkcjonuje pewnego rodzaju luka prawna osłabiająca transparentność rynku i umożliwiającą obchodzenie właściwych przepisów.

4.5.2 Instrumenty finansowe

W Polsce definicja instrumentów finansowych podlegających obowiązkowi raportowemu (art. 69b ust. 1 UOP) jest niejasna. Dodatkowo sam termin „podobne skutki ekonomiczne” nie jest doprecyzowany w ustawie bądź orzecznictwie, czy też w literaturze prawniczej. Dlatego też można rozważyć przyjęcie (tak jak to ma miejsce we Francji) definicji legalnej tego zwrotu lub podjąć próbę wypracowania jednolitych zasad jej interpretacji (jak w przypadku Niemiec). Przy czym można rozważyć rozszerzenie tego przepisu na dodatkowe przypadki pozostające poza obszarem obecnej definicji (lub przypadki, których zawarcie w zakresie przedmiotowym tego przepisu nie jest jednoznaczne).

Ponadto warto zwrócić uwagę na fakt, że we Francji instrumenty finansowe są kalkulowane dla potrzeb obliczania przekroczenia progu właściwego dla aktywacji obowiązków wezwaniowych. W Polsce takie rozwiązanie nie funkcjonuje. Dlatego należy rozważyć, czy jakościowo lepszym rozwiązaniem byłoby utrzymanie dotychczasowego modelu (podobnego jak konstrukcja niemiecka) czy wdrożenie modelu francuskiego.

4.5.3 Działanie w porozumieniu

W polskich przepisach definicja działania w porozumieniu jest wysoce niejasna. Z tego względu można rozważyć możliwość zmiany tej definicji i regulacji wyznaczających obowiązki raportowe i wezwaniowe członków porozumieniu, wykorzystując dorobek innych państw. W szczególności konieczne wydaje się wykluczenie możliwości objęcia tymi obowiązkami podmiotów cechujących się wyłącznie zamiarem, który jest stanem subiektywnym (w żadnej z analizowanych jurysdykcji nie występuje taka konstrukcja). Jest to szczególnie uzasadnione w świetle sankcji naruszenia obowiązków notyfikacyjnych, gdzie akcjonariusz, którego akcje są przedmiotem takiego zamiaru może być teoretycznie penalizowany (co zostało wskazane w przypadku rozważań dotyczących sankcji braku możliwości wykonywania prawa głosu). Ponadto w zakresie możliwych zmian może pozostawać kwestia przypisania łańcuchowego.

Korzystnym mogłoby być przyjęcie przepisu wyłączającego wprost przypadki porozumień doraźnych / jednorazowych – tak jak ma to miejsce w niemieckim porządku prawnym. Celem tego zabiegu byłoby usunięcie niepewności interpretacyjnej.

4.5.4 Notyfikacja intencji gospodarczych

Jak już wskazano w toku dysertacji w związku z analizą prawa amerykańskiego, notyfikowana intencja gospodarcza podmiotów nabywających znaczne pakiety akcji ma silne oddziaływanie na zmienność kursów akcji spółek publicznych. Dodatkowo tego typu raportowanie cieszy się bogatymi tradycjami oraz długim okresem funkcjonowania w innych państwach. Podkreśleniu wymaga również fakt, że upubliczniane dane w znacznym stopniu przyczyniają się do budowania większej transparentności rynku i mogą być istotne dla jego uczestników. Ponadto mogłyby one utrudnić „wkradanie się” do spółek publicznych bez przekazywania informacji na ten temat (tj. budowanie pozycji właścicielskiej względem spółki publicznej, bez przeprowadzania notyfikacji o tym fakcie – niem. "*einschleichen*"). Dlatego uzasadnionym jest przeanalizowanie możliwości wdrożenia takiego rozwiązania w polskim porządku prawnym.

4.5.5 Tymczasowe przeniesienie akcji – brak absorpcji

Warto zwrócić uwagę, że we francuskim porządku prawnym w sytuacji tymczasowego przeniesienia własności akcji / prawa głosu (np. pożyczka akcji lub sprzedaż krótka), dochodzi do podwójnego zaliczenia prawa głosu na potrzeby realizowania obowiązków notyfikacyjnych czy wezwaniowych. Głosy z akcji, które są przedmiotem tymczasowego transferu, podlegają uwzględnieniu zarówno w przypadku podmiotu przenoszącego, jak i podmiotu otrzymującego te akcje. Rozwiązanie to nie pozwala na unikanie komentowanych obowiązków, ponieważ do osoby wyzbywającej się papierów wartościowych jedynie na krótki okres czasu, dalej są przypisane powiązane z nimi prawa głosu. Z tego powodu można rozważyć przyjęcie takiego rozwiązania również na grunt polskich regulacji.

4.5.6 Klauzula obejścia prawa

Na uwagę zasługuje regulacja zawierająca klauzulę dotyczącą obejścia obowiązków notyfikacyjnych, która funkcjonuje w amerykańskim porządku prawnym. Doszczelnia ona system prawa i umożliwia wychwytywanie prób jego obejścia.

Przykładowo na gruncie prawa amerykańskiego, klauzula ta pozwoliła na objęcie tymi obowiązkami posiadana instrumentów finansowych rozliczanych gotówkowo na wczesnym etapie ich wykorzystywania przez uczestników rynku. Dlatego warto dokonać analizy transpozycji tego typu klauzuli do polskiego porządku prawnego.

Rozdział 5. Weryfikacja potrzeby ustanowienia szerszych obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji w kontekście rozszczepiania praw akcyjnych

Celem niniejszej pracy jest zweryfikowanie zakresu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji i ich skuteczności z perspektywy ochrony interesów akcjonariuszy oraz potencjalnych inwestorów. Materią prowadzonych rozważań jest analiza wpływu rozszczepiania praw korporacyjnych i majątkowych (w tym rozszczepiania w rozumieniu teorii *a new vote buying*) na transparentność rynku kapitałowego i interesy akcjonariuszy mniejszościowych. W powyższym zakresie należy także dokonać oceny jakości obecnych regulacji ustanawiających obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe. W szczególności warto zastanowić się, jakie mechanizmy pozwalają na ich obejście (co zostało wstępnie zasygnalizowane w rozdziale 3 – „Obowiązki wynikające z prawa rynku kapitałowego”). Dodatkowo uzasadnionym jest rozpatrzenie kwestii, czy istnieje potrzeba rozszerzenia zakresu powinności nabywców znacznych pakietów akcji.

5.1 Wpływ rozszczepiania praw akcyjnych i szczelność obecnych regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych

Problem wpływu rozszczepiania praw akcyjnych na obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe został już wstępnie zarysowany w toku dysertacji. Niemniej wymaga on rozwinięcia z perspektywy szczegółowych analiz szczelności tych obowiązków (z uwzględnieniem rozszczepiania praw akcyjnych). Dodatkowo ze względu na fakt, że jak już ogólnie wskazano w poprzednich rozdziałach, polskie regulacje nie są kompleksowe i wyczerpujące, pozostawiają tym samym pewne luki pozwalające na obchodzenie właściwych przepisów. Celem tego typu obejścia jest zazwyczaj ukrycie stanu posiadania / uniknięcie przeprowadzania kosztownego wezwania na akcje. Wspomniane luki oraz schematy zachowań należy skatalogować, przeanalizować oraz podsumować. Taka potrzeba wynika z faktu, iż w Polsce obchodzenie obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych może *de facto* być stosunkowo łatwe.

5.1.1 Wpływ rozszczepiania praw akcyjnych na obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe

Wpływ rozszczepiania praw akcyjnych na obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe oraz cele realizowane przez przepisy je ustanawiające jest daleko idący.

Wynika to z faktu, że mechanizmy rozszczepiania praw były i są wykorzystywane do obchodzenia wymienionych powinności. Problem ten został zarysowany w preambule do Dyrektywy 2013/50/UE (pkt 9 preambuły) w kontekście instrumentów finansowych (które tworzą podobne warunki ekonomiczne do stanu posiadania akcji). Wskazano w niej, że tego typu instrumenty mogą być wykorzystywane do ukrytego gromadzenia akcji, co może prowadzić do nadużyć na rynku i tworzyć fałszywy oraz mylący obraz własności gospodarczej spółek giełdowych. Taki problem można odnieść do każdego typu obchodzenia obowiązków notyfikacyjnych lub nawet wezwaniowych, w tym tych, bazujących na rozszczepianiu praw akcyjnych. W każdym przypadku, w którym podmiot obowiązany nie nabywa bezpośrednio własności akcji ani nie wchodzi w posiadanie prawa głosu (lub możliwości oddziaływania na sposób wykonywania prawa głosu) w sposób ujęty w dotychczasowych przepisach, a jednocześnie zdobywa możliwość wpływania na spółkę publiczną – tworzy stan zafałszowania obrazu własności gospodarczej emitenta. Natomiast w dalszym toku dysertacji zostanie wskazany rozszerzony pogląd (względem wskazanych już w pracy doktorskiej) na temat szczelności regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych.

Podjęcie w ramach stanowienia prawa problemu wpływu sytuacji powodujących rozszczepianie praw akcyjnych na obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe znajduje wyraz we wprowadzonym art. 87 UOP. Przepis ten został ustanowiony w celu pełnego objęcia sytuacji faktycznego oddziaływania uczestników rynku na spółkę, pomimo braku posiadania przez nich akcji. Zadaniem art. 87 UOP było bowiem zwiększenie poziomu transparentności rynku oraz ułatwienie podejmowania decyzji inwestycyjnych⁸³⁴. Ponadto celem tego artykułu było podniesienie jakości ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Realizacja tego typu intencji została wdrożona poprzez ustanowienie konstrukcji przeciwdziałających sztucznemu rozbiciu akcji i ich parkowania w podmiotach trzecich. W przytoczonej sytuacji beneficjent posiada daleko idący wpływ na taki podmiot, w wyniku którego rzeczywiście kontroluje on akcje, przy jednoczesnym braku przekroczenia progów właściwych dla obowiązków wezwaniowych i notyfikacyjnych. Beneficjent w takim przypadku ma faktyczną możliwość wykonywania lub posługiwania się prawami głosu z tych akcji⁸³⁵. Dlatego

⁸³⁴ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 87, s. 596.

⁸³⁵ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 87, nb. 1.

na gruncie analizowanej regulacji, prawa głosu z akcji przysługujące formalnie jednemu podmiotowi ulegają przypisaniu do innego podmiotu⁸³⁶. Tego typu sytuacje stanowią rozszczępienie praw *sensu largo* oraz rozszczępienie *sensu stricte* (np. w przypadku zastawnika lub użytkownika). Wpływ rozszczępienia (w obu ujęciach – *sensu largo* oraz *sensu stricte*) na obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe jest bezdyskusyjny, ponieważ już obecnie istnieją i funkcjonują przepisy ukierunkowane na jego niwelowanie (tj. przeciwdziałanie używania rozszczępienia praw do obchodzenia wskazanych obowiązków).

Brak szczelności regulacji z zakresu obowiązków informacyjnych i istnienie pewnej luki umożliwiającej obejście tych obowiązków może mieć negatywne skutki. Wynika to z faktu, że czasem rzeczywiste przekroczenie progu notyfikacyjnego (które jednak nie jest objęte obecnymi regulacjami) może skutkować brakiem konieczności upublicznienia tego zdarzenia. Zniekształca to obraz struktury własnościowej spółki publicznej. Powoduje to również sytuacje, w których dochodzi do zaburzenia transparentności rynku. Z tego powodu maleje efektywność informacyjna rynku. Inwestorzy nie mają dostępu do informacji lub sygnałów koniecznych dla właściwej oceny potencjalnych ryzyk, czy właściwego oszacowania potencjalnej stopy zwrotu i tym samym nie mogą dokonać realnej wyceny notowanych akcji. Wynika to z faktu, że informacja na temat uzyskania określonej kontroli nad spółką publiczną jest niewątpliwie informacją jakościowo ważną i doniosłą z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych. Monitorowanie zmian w zakresie tej kontroli oraz budowania pozycji właścicielskiej przez uczestników rynku jest istotne dla akcjonariuszy (mniejszościowych oraz większościowych), potencjalnych inwestorów oraz dla samej spółki. Wszelkie ruchy w strukturze właścicielskiej (w tym również w zakresie podmiotów mogących wywoływać wpływ na spółkę publiczną) mogą przekładać się na cenę akcji (co pokazały badania przeprowadzone na gruncie prawa amerykańskiego – przytoczone w toku dysertacji). Mogą one jednocześnie stanowić zapowiedź lub oznakę procesu przejmowania kontroli nad spółką / jej przejęcia⁸³⁷. Wpływa to bowiem na rozkład sił w takiej spółce. Tego typu informacje są szczególnie ważne dla akcjonariuszy mniejszościowych⁸³⁸. Zmiany takiego układu sił (który może wynikać nie

⁸³⁶ K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 951.

⁸³⁷ Ł. Gładki, *Nabywanie...*, s. 31 i n.

⁸³⁸ D. Gago, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 325.

tylko ze stanu posiadania akcji, ale też ogólnie z ekspozycji na spółkę) mogą wskazywać na nadchodzące zmiany w strategii spółki publicznej. Ich monitorowanie umożliwia odpowiednie dostosowywanie strategii inwestycyjnej. Stanowią one sygnał dotyczący spodziewanej w przyszłości rentowności inwestycji dokonywanych w spółkę (tj. potencjalny zwrot z akcji). Szczególną informacją w tym zakresie będzie budowanie pozycji przez inwestorów instytucjonalnych⁸³⁹. Z uwagi na powyższe, informacja na temat struktury własnościowej jest niezwykle ważna, ponieważ pozwala na podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych, na bazie relewantnych informacji.

Ponadto należy wskazać, że pełna informacja dotycząca struktury własności (w tym na temat podmiotów mogących wywierać wpływ na spółkę) daje organom nadzoru możliwość efektywniejszego sprawowania swojej funkcji i wykonywania przypisanych obowiązków⁸⁴⁰. Zadaniem działań nadzorczych jest gwarantowanie stabilności i bezpieczeństwa. Jest to osiąganę poprzez ingerencję w działalność osób podlegających nadzorowi – w ramach ujętych normatywnie⁸⁴¹. W związku z nadzorem nad rynkami kapitałowymi, organ nadzoru dysponuje odpowiednimi środkami (przykładowo sankcją zakazu wykonywania prawa głosu), których celem jest ochrona interesów akcjonariuszy spółki publicznej przed rzeczywistym wpływem podmiotów zwiększających swoją siłę w spółce lub uzyskujących kontrolę nad nią⁸⁴². Pozwala to na niwelowanie negatywnych skutków naruszenia obowiązków notyfikacyjnych lub wezwaniowych. Ma to również znaczenie w przypadku, gdy podmiot obowiązany nie wywiera wpływu wprost, a jedynie w pośredni sposób. Może to zachodzić, kiedy wpływ jest wywierany na spółkę za pośrednictwem podmiotu trzeciego i nie wynika on z jakichkolwiek więzów prawnych (o charakterze zobowiązaniowym lub innym, np. bazującymi na więzach korporacyjnych). Zazwyczaj może on opierać się o więzi o charakterze czysto ekonomicznym lub społecznym. W takich przypadkach zainteresowany podmiot osiąga swój podstawowy cel – tj. przejęcie kontroli lub zwiększenie zakresu wpływu na spółkę publiczną.

Dodatkowo otrzymanie informacji na temat ruchów w zakresie struktury holdingowej umożliwia wdrożenie strategii obronnych przed wrogim przejęciem. Te

⁸³⁹ J. M. Szewczyk, *Raportowanie znacznych pakietów głosów w grupie kapitałowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 11, s. 53-54.

⁸⁴⁰ J. M. Szewczyk, *Raportowanie...*, s. 53-54.

⁸⁴¹ T. Nieborak [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz do ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, Warszawa 2015, art. 4, pkt 1.

⁸⁴² R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne...*, s. 202.

ruchy bowiem mogą stanowić sygnał, że jakiś uczestnik rynku wdraża proces zmierzający do przejęcia kontroli. Taki sygnał może być przekazywany nawet na wczesnym etapie procesu (np. osiągnięcia progu 5% ogólnej liczby głosów). Należy podkreślić, że w praktyce rozszczepianie praw, niejednokrotnie było wykorzystywane w celu realizacji wrogiego przejęcia (np. casus Schaeffler vs Continental).

Jak już wspomniano, informacja dotycząca struktury własnościowej i zakresu podmiotów mających realny wpływ na spółkę publiczną ma charakter cenotwórczy. Dlatego też brak notyfikacji faktu uzyskania tego typu wpływu (nawet w sposób pośredni) powoduje, że kurs akcji nie odzwierciedla ich realnej wartości. Natomiast same uchybienia w zakresie obowiązków notyfikacyjnych zasługują na negatywną ocenę – jako działanie nieuczciwe⁸⁴³. To samo tyczy się również obowiązków wezwaniowych.

Celem regulacji dotyczących obowiązków wezwaniowych jest ochrona akcjonariuszy mniejszościowych poprzez zabezpieczenie prawa wyjścia lub ograniczenia zaangażowania w spółce publicznej na wypadek przejęcia kontroli przez innego uczestnika rynku⁸⁴⁴. Ponadto gwarantuje ona, że premia za kontrolę będzie równomiernie podzielona na akcjonariuszy sprzedających swoje akcje. W przypadku, gdy wezwanie nie jest przeprowadzone, premia byłaby zawarta w wartości papierów wartościowych do momentu uzyskania kontroli (tj. byłaby realnie zawarta w cenie akcji od momentu rozpoczęcia procesu przejmowania kontroli, do momentu jego zakończenia). Po jej osiągnięciu kurs akcji uległby obniżeniu, ponieważ kontrola byłaby już przejęta i ten kurs przestałby obejmować tę premię. W takiej sytuacji podmiot przejmujący zazwyczaj nie posiadałby już przesłanek do dalszego zwiększania swojej pozycji w spółce, spadłoby również zainteresowanie innych inwestorów (spółka byłaby już zdominowana). Opisane okoliczności uprzywilejowałby tylko akcjonariuszy sprzedających swoje akcje w trakcie trwania procesu przejęcia kontroli. Natomiast pozostali akcjonariusze mniejszościowi nie mieliby możliwości jej uzyskania⁸⁴⁵. W przypadku, gdy dochodzi do obejścia obowiązków wezwaniowych, akcjonariusze

⁸⁴³ K. Zacharzewski, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, „Państwo i Prawo” 2009, nr 9, s. 112.

⁸⁴⁴ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 6.

⁸⁴⁵ M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki...*, s. 24.

mniejszościowi nie uzyskują premii za kontrolę oraz nie mają możliwości wyjścia ze spółki.

Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że podmiot potencjalnie obowiązany do przeprowadzenia wezwania na akcje może zająć pozycję na instrumentach finansowych lub w inny sposób obejść przytaczany obowiązek. W takiej sytuacji dysponuje on już faktyczną kontrolą nad spółką publiczną ze względu na ekonomiczne stosunki łączące go z innymi osobami. Wynika to z faktu, że kontrahent (będący na przykład wystawcą instrumentu finansowego) ze względu na te stosunki nie będzie głosował na walnym zgromadzeniu przeciw jego interesowi. Natomiast mimo to nie wystąpią obowiązki ujęte w art. 72 UOP. Co więcej, taki podmiot może w łatwy sposób uzyskać własność akcji (lub uzyskać pośredni wpływ na spółkę ujęty w art. 87 UOP) w dowolnie wybranym przez siebie momencie. Przy czym dla takiego podmiotu właściwy moment nie jest zdeterminowany koniecznością uzyskania w określonym czasie rzeczywistej kontroli, gdyż taka kontrola już mu przysługuje. Dlatego może on wybrać datę, w którym kurs akcji będzie niski – minimalizując cenę wykupu w ramach procedury wezwania. W takim modelu cena wykupu nie będzie odpowiadała cenie godziwej, jaka powinna być należna pozostałym akcjonariuszom. Oczywiście takie sytuacje są częściowo objęte obowiązującymi regulacjami (art. 87 UOP), które nie wyczerpują jednak wszystkich możliwych stanów faktycznych.

Zagadnienie związane z szerszym wykorzystywaniem rozszczepiania praw jest raczej domeną rynków, które są o wiele bardziej rozwinięte niż polski rynek kapitałowy. W ich przypadku dorobek naukowy i praktyczny dotyczący właściwych regulacji jest zdecydowanie szerszy. We Francji, Niemczech i Stanach Zjednoczonych jest dostępna bogatsza literatura prawnicza w tym zakresie. Również funkcjonujące tam regulacje pozwalają na wychwycenie większej gamy przypadków obchodzenia obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych z wykorzystaniem takiego rozszczepiania praw akcyjnych (doniosłe znaczenie ma konstrukcja przypisania łańcuchowego).

Niemniej w Polsce należy przygotować się na potencjalne nasilanie tego typu zjawisk poprzez poprawę jakości krajowych regulacji (choć jak już wskazano problem ten obecnie istnieje częściowo w praktyce – tj. pojawiają się spory sądowe na gruncie art. 87 UOP, czyli kwestii przypisania prawa głosu).

5.1.2 Szczelność regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych

Jak już wspomniano w toku dysertacji, niektóre schematy działań mogą pozwalać na przejęcie określonego wpływu na spółkę publiczną (tj. przekroczenia określonych progów notyfikacyjnych lub progu wezwaniowego), bez potrzeby wykonywania obowiązków notyfikacyjnych lub wezwaniowych. Taka sytuacja jest niekorzystna z perspektywy transparentności rynków i ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych (w tym przypadku nie tylko ze względu na brak umożliwienia im wyjścia, ale również potencjalnego zaniżenia przyszłej ceny wykupu akcji).

W zakresie obowiązków notyfikacyjnych taka sytuacja w szczególności zachodzi w przypadku przypisania łańcuchowego. Ma to miejsce, gdy podmiot dominujący wykorzystuje podmiot zależny, któremu przypisano prawa głosu na podstawie art. 87 ust. 5 UOP, lub który posiada instrumenty finansowe objęte art. 69b UOP. Taki schemat może zostać użyty z wykorzystaniem podmiotu trzeciego. Sporne może być również, czy w przypadku podmiotów działających w porozumieniu, sumowaniu podlegają wszystkie prawa głosu (tj. wynikające ze stosunku przypisania lub z akcji będących instrumentami bazowymi dla derywatów posiadanych przez członków porozumienia). Dodatkowym przykładem mogą być umowy zobowiązujące (gdzie można rozsądnie oczekiwać, że dojdzie do przeniesienia praw z akcji) lub możliwość nabycia akcji wyłącznie na podstawie oświadczenia woli. Szczegółowe przykłady zostaną przedstawione poniżej.

W obszarze obowiązków wezwaniowych, mogą wystąpić analogiczne schematy jak powyżej. Jednak ze względu na odmienność skutków tych obowiązków od skutków realizacji powinności związanych z przekroczeniem progów notyfikacyjnych – nie wszystkie powyższe sytuacje da się przełożyć na grunt wymogów ujętych w art. 73 UOP.

5.1.2.1 Brak objęcia obowiązkami wezwaniowymi stanu posiadania instrumentów finansowych

W polskim porządku prawnym obowiązki wezwaniowe ciążyą na podmiotach wymienionych w art. 73 UOP lub na podmiotach, które przekroczyły próg 50% ogólnej liczby głosu w związku z przypisaniem im prawa głosu na podstawie art. 87 UOP. Dlatego też analogicznie jak w modelu niemieckim (w Niemczech obowiązki

wezwaniowe nie dotyczą stanów posiadania instrumentów finansowych⁸⁴⁶), na podmiocie posiadającym instrumenty finansowe wymienione w art. 69b UOP nie ciążyą obowiązki wezwaniowe (chyba że dany podmiot i tak przekracza wymieniony próg na podstawie innych tytułów).

W tym zakresie można twierdzić, że w przypadku posiadania instrumentu finansowego wymienionego w art. 69b UOP nabycie instrumentu bazowego nie jest przesądzone (jest jedynie potencjalne). Niemniej mogą istnieć sytuacje, w których stan posiadania instrumentu służy obejściu lub odroczeniu daty powstania obowiązku wezwaniowego. Jak już niejednokrotnie wskazywano w toku dysertacji, posiadacz instrumentu finansowego może faktycznie sprawować kontrolę nad spółką. Wynika to z faktu, że jego kontrahent (wystawca instrumentu finansowego) będzie wykorzystywał prawa głosu z akcji stanowiących instrument bazowy (które ten kontrahent posiada w celu zabezpieczenia swojego ryzyka na wystawionym instrumencie finansowym) zgodnie z interesem beneficjenta. Spowodowane jest to przez wykreowanie sytuacji, w której wystawca instrumentu nie ponosi ekonomicznego ryzyka związanego z posiadaniem akcji⁸⁴⁷ (nie ma interesu mogącego być przez niego realizowanym w ramach wykonywania prawa głosu). Z tego powodu w mocy posiadacza instrumentu pozostaje np. zmiana modelu biznesowego spółki publicznej lub podejmowania innych istotnych dla niej i jej działalności decyzji – mimo braku osiągnięcia progu 50% ogólnych praw głosu na bazie obecnych regulacji.

W powyższej sytuacji art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP nie znajdzie zastosowania, gdyż zgodne wykonywanie praw głosu na walnym zgromadzeniu nie będzie wynikało z wpływu wywieranego przez beneficjenta na wystawcę instrumentu finansowego, lecz z ich wzajemnych stosunków ekonomicznych oraz z braku interesu ekonomicznego wystawcy związanego z posiadaniem akcji.

Dodatkowo należy wskazać, że we francuskim porządku prawnym obowiązki wezwaniowe obejmują stan posiadania instrumentów finansowych rozliczanych przez wydanie akcji. Uzasadnia się to argumentem mówiącym, że fakt nabycia akcji jest wystarczająco prawdopodobny w tym zakresie⁸⁴⁸.

⁸⁴⁶ S. Oppenhoff [w:] F. Drinhausen, H.-M. Eckstein, *Beck'sches...*, § 23 Übernahmerecht, nb. 159.

⁸⁴⁷ CESR, *Proposal...*, 2010, s. 6.

⁸⁴⁸ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 204.

5.1.2.2 Wykorzystanie podmiotu zależnego lub podmiotu trzeciego

Drugim omawianym przykładem schematu nieobjętego obowiązkami notyfikacyjnym lub wezwaniowymi jest wykorzystanie podmiotu zależnego lub podmiotu trzeciego, którym zostały przypisane prawa głosu zgodnie z art. 87 UOP. Dotyczy to również sytuacji, kiedy podmiot zależny lub podmiot trzeci są posiadaczami instrumentów finansowych ujętych w art. 69b UOP.

W przypadku pośredniczącego podmiotu zależnego art. 87 ust. 5 pkt 1 UOP co prawda stanowi, iż do liczby głosów posiadanych przez podmiot dominujący wlicza się liczbę głosów posiadanych przez jego podmioty zależne. Przepis ten mówi o głosach posiadanych przez takie podmioty, a nie do nich przypisane na podstawie art. 87 lub 69b UOP. W przytaczanym przepisie brak tego typu odesłania. W sytuacjach ujętych w art. 87 UOP podmiot trzeci lub podmiot zależny może posiadać prawa do wykonywania prawa głosu lub może mieć wpływ na sposób wykonywania prawa głosu, nie będzie on jednak posiadaczem prawa do głosu.

Ponadto w art. 69 ust. 4 pkt 5 UOP w ramach raportowanej informacji wskazuje się podmioty zależne, posiadające akcje spółki publicznej. Zatem punkt ten nie dotyczy podmiotów, którym prawa głosu zostały przypisane. Przyjęcie odmiennego poglądu byłoby nieuprawnioną wykładnią rozszerzającą art. 87 UOP. Wynika to z faktu, że tego przepisu nie powinno się interpretować rozszerzająco⁸⁴⁹ (w tym zakresie postuluje się nawet wykładnię zawężającą⁸⁵⁰). Dodatkowo na gruncie art. 87 ust. 5 pkt 3 UOP wskazuje się na pierwszeństwo wykładni literalnej⁸⁵¹ (choć dopuszcza się również wykładnię prounijną). Część doktryny wskazuje również na wykładnię funkcjonalną / celowościową⁸⁵² – niemniej wydaje się, że tak wykładnia nie może być dopuszczona, jeżeli prowadzi do wniosku *contra legem*. Podobny problem występuje na gruncie prawa niemieckiego w zakresie sytuacji, w których może należeć zastosowanie przypisania łańcuchowe, gdy podmiotem pośredniczącym jest osoba trzecia. Część doktryny niemieckiej, pomimo, że uzasadniają to względy celowościowe, wskazuje, iż

⁸⁴⁹ T. Sójka [w:] J. Grykiel, J. Haberko, K. Mularski, *Ius civile...*, s. 686.

⁸⁵⁰ A. Puchalski, *Funkcje...*, s. 309.

⁸⁵¹ M. Maciąg, B. Sobowska, *Natura prawna akcji niemych*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2017, nr 5, s. 22.

⁸⁵² P. Hajduk, P. Kuźnicki, *Zgodność regulacji prawnej działania w porozumieniu (acting in concert) z przepisami prawa Unii Europejskiej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2021, nr 3, s. 57.

taka atrybucja jest niedopuszczalna, ponieważ nie wynika wprost z przepisów prawa⁸⁵³.

Powyższe wynika z faktu, iż art. 87 stanowi wyjątek względem podstawowych obowiązków notyfikacyjnych (ujętych w art. 69 UOP) i wezwaniowych (regulowanych w art. 73 UOP), zatem nie powinno się go wyklądać rozszerzająco. Ponadto wykładnia rozszerzająca w tym przypadku byłaby interpretacją *contra legem*.

Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że Dyrektywa o transparentności wprost wskazuje przypisania łańcuchowe w przypadku przypisania praw głosów podmiotowi zależnemu w okolicznościach przewidzianych w art. 10 lit. a-d tej dyrektywy (art. 10 lit. e Dyrektywy o transparentności). Dlatego jej polska implementacja jest wadliwa po tym względem.

Wyżej wymienione argumenty dotyczą również art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP. Przepis ten posługuje się sformułowaniem „posiadaniem akcji przez osobę trzecią w imieniu własnym”. Po pierwsze, przepis ten odwołuje się do osoby trzeciej, która posiada akcje, a nie odnosi się do praw głosu przypisanych do podmiotu trzeciego. Po drugie, akcje te są posiadane przez osobę trzecią w imieniu własnym. Wyklucza to dopuszczalność objęcia tą regulacją również stanów, gdy pomiędzy beneficjentem a właścicielem akcji występuje dłuższy łańcuch podmiotów pośredniczących.

Ponadto analogiczna sytuacja może mieć miejsce w przypadku, gdy członkom porozumienia zostaną przypisane prawa głosu na podstawie art. 87 lub 69b UOP. W takiej sytuacji prawa głosu przypisane członkom porozumienia nie ulegają sumowaniu (choć taki pogląd może być sporny). Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 6 UOP na członkach porozumienia ciąży obowiązek notyfikacyjny lub wezwaniowy, jeżeli posiadają oni akcje spółki publicznej w liczbie zapewniającej łącznie osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów. Przepis ten zatem wprost łączy przekroczenie określonego progu z faktem posiadania akcji. Dopiero art. 87 ust. 1 pkt 5 UOP stanowi, że obowiązki ciążą na członkach porozumienia, jeżeli choćby jeden z nich podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków. W tym wypadku mogłaby to być jakakolwiek czynność. Niemniej bazując na sformułowaniach używanych przez art. 87 ust. 1 pkt 6 UOP (który odnosi się wyłącznie do praw głosów z posiadanych przez członków porozumienia akcji), możliwe jest wysnucie wniosków

⁸⁵³ J. v. Hein [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpHG § 34, nb. 49.

wskazujących, że wyrażenie „podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków” odnosi się wyłącznie do czynności relewantnych z punktu widzenia zasad sumowania głosów członków porozumienia. Ponadto należy wskazać, że definicja działania w porozumieniu dopuszcza pewne elementy przypisania łańcuchowego (tj. działanie osoby trzeciej) – co może stanowić wyjątek od zasady ogólnej. Gdyby natomiast dopuścić ogólnie przypisanie łańcuchowe w tym zakresie, odesłanie do działania osoby trzeciej byłoby pewnym *superfluum*. Uzasadniałoby to brak stosowania tego typu przypisania. Zatem art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 UOP cechuje się znacznym poziomem niepewności interpretacyjnej z perspektywy stanów rozszczepiania praw akcyjnych.

Powyższe nie dotyczy wyłącznie obowiązków notyfikacyjnych, lecz odnosi się również do obowiązków wezwaniowych (z wyłączeniem sytuacji 69b UOP, który w obecnych realiach prawnych nie ma w ogóle zastosowania do powinności ogłoszenia wezwania na akcje).

5.1.2.3 Możliwość nabycia akcji na podstawie oświadczenia woli lub zawarcia umowy zobowiązującej

Obecne regulacje dotyczące obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych nie obejmują wprost sytuacji, w których zawarto umowę zobowiązującą do przeniesienia własności akcji lub wydania instrumentu finansowego określonego w art. 69b UOP.

Często można rozsądnie oczekiwać, że tak wykreowane zobowiązanie zostanie wykonane. Niemniej rynek otrzymuje informacje dopiero z chwilą jego wykonania, a nie na wcześniejszym etapie. W takich umowach zazwyczaj jest określone wynagrodzenie oraz inne pozostałe warunki. Możliwe jest również zastrzeżenie kary umownej. W doktrynie niemieckiej przy analizie tego typu umów wskazuje się, że pewność nabycia akcji jest zbyt niska, aby objąć te przypadki obowiązkami notyfikacyjnymi lub wezwaniowymi. Ponadto osoba, która ma jedynie roszczenie bazujące na zobowiązaniu nie może wywierać wystarczającego wpływu na kontrahenta⁸⁵⁴. Z tym poglądem nie należy się jednak zgodzić. Weryfikując przykładowo przedwstępną umowę sprzedaży udziałów (art. 389 KC) można dojść do wniosku, iż tworzy ona stan przypominający *de facto* sytuację instrumentów

⁸⁵⁴ R. Süßmann [w:] H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch...*, § 14 Meldepflichten beim Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften, nb. 48.

finansowych określonych w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP. Uprawniony bowiem może żądać przeniesienia własności akcji, tak jak w przypadku instrumentów rozliczanych przez wydanie rzeczywiste, niezależnie od tego, czy taka umowa ma skutek jedynie zobowiązujący lub przyznaje możliwość dochodzenia umowy przyrzeczonej (art. 390 § 2 KC). Jednak, w pierwszym przypadku, uchylanie się drugiej strony od jej zawarcia skutkuje tylko odpowiedzialnością odszkodowawczą (art. 390 § 1 KC). Można nawet stwierdzić, że stan zawarcia umowy przedwstępnej (lub nawet każdej innej umowy zobowiązującej do przeniesienia własności akcji) jest bardziej doniosły, ponieważ już na moment jej zawarcia strony prezentują zgodną intencję przeniesienia własności akcji. Co więcej, zawierając umowę przedwstępną o skutku silniejszym (art. 390 § 2 KC), strony posiadają roszczenie o przeniesienie własności akcji, tj. zawarcie umowy przyrzeczonej. Samo zawarcie umowy następuje w takiej sytuacji na podstawie wyroku zstępującego oświadczenie woli drugiej strony. Ponadto, w przypadku zbycia akcji przed zawarciem umowy przyrzeczonej, wyłączony jest jej skutek rozporządzający⁸⁵⁵. Jednak wciąż w tym zakresie pewność transferu akcji jest znacznie wyższa niż w przypadku zawartych derywatów. Natomiast w tym zakresie, w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP mowa jest o instrumentach uprawniających posiadacza jedynie do nabycia akcji. Czyli mogą to być instrumenty, które nie kreują od razu przyszłego zobowiązania do przeniesienia własności akcji. Na moment ich zawarcia takie zobowiązanie jest jedynie potencjalne. Zdecydowanie nabycie akcji w przypadku takiej umowy (szczególnie umowy przedwstępnej o skutku silniejszym) jest o wiele pewniejsze niż w przypadku instrumentów rozliczanych kasowo (art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP) lub przez wydanie rzeczywiste (art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP). Wynika to z faktu, iż na moment zawarcia takiego instrumentu, strony mogą nie deklarować jasnej intencji dokonania transferu akcji.

Ponadto, kiedy taka umowa zobowiązująca zawiera określenie ceny, po której zostaną nabyte akcje, tworzy się sytuacja kreująca beneficjenta na ukrytego właściciela akcji (*hidden owner*). Dodatkowo aktualny akcjonariusz traci swój interes ekonomiczny z nimi związany (*empty voter*), ponieważ cena sprzedaży została już ustalona. Uwypukla się to szczególnie w przypadku, gdy niewykonanie zobowiązania (tj. nabycia akcji) jest obarczone wysoką karą umowną. Co prawda, akcjonariusz dalej

⁸⁵⁵ P. Zakrzewski [w:] M. Fras, M. Habdas, *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna (art. 353-534)*, Warszawa 2018, art. 390, nb. 7.

ponosi pewien poziom ryzyka (np. niewypłacalność kontrahenta), dlatego nie będzie się on zazwyczaj cechował negatywnym interesem (tj. nie będzie popierał decyzji ujemnych dla spółki). Jednak wciąż, ze względu na swoją neutralną pozycję względem spółki, będzie on realizował strategię kontrahenta. Nie będzie to jednak rezultatem wyartykułowanego porozumienia, lecz skutkiem wzajemnych zależności ekonomicznych wynikających z zawartej umowy zobowiązującej.

Z powyższych względów można stwierdzić, że w komentowanym zakresie istnieje pewna luka w obowiązujących przepisach, gdyż sytuacje podobne do przypadków instrumentów finansowych (podlegających raportowaniu) nie powodują powstanie obowiązku. Co prawda, powyższe umowy zobowiązujące mogą być objęte zakresem zastosowania art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. c UOP – tj. przepisu dotyczącego zawarcia umowy, której przedmiotem jest przekazanie uprawnienia do wykonywania prawa głosu. Jednak interpretacja tego przepisu (jak już wcześniej wskazano) jest niejednoznaczna i aby zapewnić satysfakcjonujący poziom pewności prawa, przepis ten wymagałby zmiany. Wskazuje się bowiem, że ta regulacja dotyczy transferu praw głosu bez równoczesnego przeniesienia własności akcji⁸⁵⁶. Niemniej jego korekta może zostać dokonana na poziomie interpretacji prawa (bez konieczności wprowadzania zmian w tym zakresie).

Podobne skutki mogą mieć również umowy kreujące zobowiązanie do wytworzenia stanu powodującego przypisanie praw głosu. Jednak sytuacje te mogą częściowo pozostawać w zakresie art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. c UOP (np. zobowiązanie się do udzielenia pełnomocnictwa). Poza zakresem tego przepisu będzie przypadek wymieniony w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP, gdzie podmiot trzeci nie zawrze z mocodawcą umowy, której przedmiotem będzie transfer praw głosu, gdyż przesłanką zastosowania tego przepisu jest posiadanie akcji w imieniu własnym, ale na rzecz beneficjenta (a nie ich transfer bądź transfer prawa głosu).

Ponadto wydaje się zasadne stwierdzenie, że brak objęcia regulacjami dotyczącymi obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych sytuacji, gdy podmiot uprawniony może nabyć akcje na podstawie wyłącznie swojego oświadczenia woli o skutku rozporządzającym – stanowi lukę w porządku prawnym. W tym zakresie

⁸⁵⁶ K. Haładyj, *Ustawa...*, s. 507-508.

beneficjent zajmuje na tyle bliską pozycję względem spółki lub akcji, że wydaje się uzasadnione objęcie tego stanu wymienionymi powyżej powinnościami.

5.1.2.4 Akcje jeszcze niewyemitowane

Jak już wskazywano i uzasadniano w toku dysertacji, art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP należy rozumieć w ten sposób, że instrumenty finansowe objęte tym przepisem dotyczą akcji już wyemitowanych. W doktrynie nie ma jednolitego podejścia co do tego zagadnienia. Niekiedy wskazuje się, że wymieniony przepis nie może być podstawą do zastosowania jakiegokolwiek sankcji w związku z brakiem notyfikacji przekroczenia progu, gdy to przekroczenie jest związane z posiadaniem derywatów dotyczących akcji jeszcze niewyemitowanych⁸⁵⁷. W tym zakresie należy wskazać na rozumienie przepisów Dyrektywy o transparentności, brak jednoznacznego wskazania przez legislatora intencji rozszerzenia przepisów wymienionej dyrektywy oraz prounijną wykładnię prawa.

Ponadto, doliczanie do liczby posiadanych głosów stanu z akcji jeszcze niewyemitowanych może w pewien sposób zaburzać obraz aktualnej struktury właścicielskiej. W ramach takiego zabiegu obraz aktualnej struktury mieszałby się ze strukturą przyszłą (właściwą na moment emisji akcji). Tworzenie takiego stanu rzeczy zniekształca rzeczywistość i prowadzi do publikacji informacji nieprawdziwej. Wynika to przede wszystkim z faktu, że art. 69 ust. 4 UOP, odnoszący się do zakresu notyfikacji, nie zawiera oddzielnej pozycji dotyczącej wyłącznie praw głosów wynikających z akcji jeszcze niewyemitowanych.

Niemniej brak objęcia obowiązkami notyfikacyjnymi instrumentów finansowych odnoszących się do akcji jeszcze niewyemitowanych tworzy stan, w którym uczestnicy rynku nie mają informacji na temat przyszłego kształtowania się rozkładu sił w spółce, a niewątpliwie tego typu dane są istotne. Takie informacje zapewniają bowiem wskazówki na temat przyszłych decyzji biznesowych, które będą podejmowane w spółce publicznej. Oznacza to, że na moment realizacji instrumentu finansowego, określony podmiot może uzyskać wpływ na spółkę pozwalający na determinowanie jej aktywności gospodarczej. Podkreślić należy fakt, iż na moment zawarcia instrumentu finansowego, wąskie grono podmiotów zainteresowanych dysponuje już wiedzą na temat przyszłego rozkładu sił. Dzięki temu ma ono przewagę nad innymi uczestnikami

⁸⁵⁷ J. Szewczyk, *Obowiązki notyfikacyjne...*, s. 11.

rynku. Dlatego aktualny stan prawny tworzy lukę w zakresie obowiązków notyfikacyjnych.

W obszarze obowiązków wezwaniowych natomiast stwierdzić należy, że powyżej wymieniona luka nie istnieje. Wynika to w zasadzie z różnych celów realizowanych przez obowiązki wezwaniowe i notyfikacyjne. W przypadku analizowanego typu instrumentów finansowych prawa głosu, na które beneficjent mógłby mieć wpływ, jeszcze nie istnieją. Nie osiąga on w jakikolwiek sposób faktycznej kontroli nad spółką dzięki nabyciu derywatów. Kontrola ta dopiero zostaje osiągnięta w przyszłości i dopiero z tym momentem obowiązki wezwaniowe powinny się zmaterializować.

5.1.2.5 Uprawnienia wierzyciela związane z zajętymi akcjami

Wskazać należy, że część przedstawicieli doktryny dopuszcza możliwość wykonywania praw głosu wynikających z akcji zajętych przez wierzyciela. Niemniej powinno to być ograniczone do czynności zachowawczych⁸⁵⁸. Z punktu widzenia praktycznego, podkreślenia wymaga fakt, że sądy powszechne stoją na przeciwnym stanowisku, podkreślając, że prawo głosu nie przysługuje wierzycielowi (gdyż akt głosowania nie jest czynnością zachowawczą)⁸⁵⁹. Z tym poglądem, ze względu na wymienione w toku dysertacji argumenty, nie sposób się zgodzić. Niemniej z uwagi na brak akceptacji tego typu rozszczepiania praw (rozszczepienia prawa głosu od własności akcji) w praktyce, obecnie brak objęcia opisanych sytuacji obowiązkami wezwaniowymi lub notyfikacyjnymi nie stanowi luki w przepisach prawa. Podkreślenia wymaga fakt, że taka teoretyczna luka może powstać w przypadku, gdy zmieni się podejście sądów co do możliwości wykonywania prawa głosu przez wierzyciela. Przy czym zgodnie z interpretacją przysługiwania uprawnień do głosowania wskazaną w toku dysertacji stwierdzić należy, że uprawnienie wierzyciela w opisanej sytuacji wynika wprost z przepisów prawa (jego legitymacja jest zakotwiczona w ustawie). Niemniej w tym zakresie należy mieć na uwadze, że wierzyciel nie mógłby wykonywać praw głosu w każdej sytuacji, a jedynie w ściśle określonych warunkach. Dlatego jego uprawnienia byłyby ograniczone (jedynie do czynności zachowawczych), co

⁸⁵⁸ P. Zdanikowski, *Glosa...*, s. 291; M. Rodzyńkiewicz [w:] M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks...*, s. 329; N. Kobyłka, A. Pęczyk, *Skutki...*, s. 15; R. Szczepaniak, *Bezskuteczność...*, s. 49; K. Falkiewicz, K. Kwaśnicki, *Skutki...*, s. 52; A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo...*, s. 129-130.

⁸⁵⁹ Np. wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 9 października 2018 r., o sygn. XVI GC 574/12, LEX nr 2675322.

uzasadniłoby brak objęcia ich art. 69 UOP. Dodatkowo nie podlegałyby one obowiązkom wezwaniowym, gdyż art. 73 UOP powinien być interpretowany maksymalnie zawężająco bez jasnej intencji objęcia nim dodatkowych przypadków innych niż bezpośrednie lub pośrednie nabycie akcji.

Uzupełniająco warto zwrócić uwagę na uprawnienia zarządcy. Zgodnie z art. 910² § 2 KPC może on wykonywać prawa korporacyjne⁸⁶⁰, nie będąc jednocześnie ich faktycznym lub nawet ekonomicznym właścicielem. Dochodzi zatem do rozszczepiania praw akcyjnych. Dłużnik jest właścicielem akcji, wierzyciel wykonuje związane z nimi prawa majątkowe, natomiast zarządcy przysługują prawa korporacyjne. Wskazać należy, że prawa głosu przysługują zarządcy na podstawie ustawy (jego legitymacja ma źródło ustawowe). Przy czym, odmiennie niż w przypadku wierzyciela, wykonywanie prawa głosu nie jest limitowane wyłącznie do czynności zachowawczych. Właściwy przepis nie przewiduje takich ograniczeń. Dlatego też uzasadnione jest twierdzenie mówiące, że zarządca jest obciążony obowiązkami notyfikacyjnymi. Natomiast obowiązki wezwaniowe nie znajdują zastosowania z tych samych przyczyn, jak w przypadku wierzyciela.

5.1.2.6 Brak kompatybilności UOP z art. 340 KSH w zakresie ustanowienia użytkowania na akcjach

W literaturze podnoszono już brak kompatybilności UOP z KSH w zakresie regulacji dotyczących zastawu (jednak na innym gruncie niż obowiązki wezwaniowe i notyfikacyjne)⁸⁶¹. Wynika to z faktu nowelizacji KSH (z 2021 r.), w ramach której usunięto art. 340 § 3 KSH. Paragraf ten stwierdzał, że prawa głosu w przypadku ustanowienia zastawu lub użytkowania pozostają przy akcjonariuszu.

Obowiązki notyfikacyjne dotyczące sytuacji ustanowienia zastawu reguluje art. 69a ust. 3 UOP. Zgodnie z tym przepisem, gdy ustanowiono zastaw na akcjach prawa głosu wynikające z tych akcji są zaliczane do stanu posiadania zastawcy (prawa głosu z akcji na potrzeby kalkulowania przekroczenia progów notyfikacyjnych uznaje się za przysługujące zastawcy). Niemniej w sytuacji, w której zastawnikowi przysługują prawa

⁸⁶⁰ D. Olczak-Dąbrowska [w:] T. Szancilo, *Kodeks postępowania cywilnego. Tom I–II. Komentarz*, 2019, Art. 910², nb. 3.

⁸⁶¹ M. Michalski, *Powszechna...*, s. 264.

głosu – to na nim ciążyą obowiązki notyfikacyjne⁸⁶². Dlatego też na gruncie obowiązków notyfikacyjnych sytuacja ustanowienia zastawu na akcjach jest jasna.

W przeciwieństwie do kwestii ustanowienia zastawu na akcjach (regulowanej przez art. 69a ust. 3 UOP), przypadek oddania akcji w użytkowanie nie został odrębnie uwzględniony w UOP. Zasługuje to na krytykę, gdyż na gruncie KSH zastaw i użytkowanie w zasadzie są zrównane ze sobą w zakresie problematyki wykonywania prawa głosu / rozszczepiania praw akcyjnych. W KSH są one zwykle przytaczane wspólnie – np. art. 340 § 1 i 2, art. 343 § 2 KSH, art. 406 § 1, 406², 406³ § 1 KSH.

Jednak pomimo braku wyodrębnienia sytuacji użytkownika akcji (mogącego wykonywać prawa głosu) w regulacjach z zakresu obowiązków notyfikacyjnych, wydaje się, że powinności ujęte w art. 69 UOP obciążają takiego użytkownika, tj. w sytuacji, gdy może on wykonywać prawa głosu. Legitymacja użytkownika bowiem wynika z ustawy. Nie posługuje się on legitymacją innych podmiotów (KSH w tym zakresie używa wyrazu „przysługiwać” w odniesieniu do przyznania prawa głosu użytkownikowi). W takiej sytuacji można twierdzić, że prawa głosu przysługują użytkownikowi. Zatem cechuje go kompetencja do korzystania z niego we własnym imieniu i we własnym interesie. Natomiast nie jest on uprawniony wyłącznie do wykonywania prawa głosu, co stanowi czynność techniczną dotyczącą oddania ważnego głosu..

5.1.2.7 Obowiązki wezwaniowe a zastaw i użytkowanie

W innych jurysdykcjach zastaw i użytkowanie są ujęte w przepisach dotyczących przypisania praw głosu zarówno na potrzeby obowiązków notyfikacyjnych jak i wezwaniowych (we Francji – L. 233-9 *Code de commerce*, w Niemczech – § 34 WpHG i § 30 WpÜG). W Polsce natomiast brak tego typu norm w art. 87 UOP (w zakresie regulacji rozdziału 4 UOP, wyłącznie regulowana jest kwestia zastawu w ramach obowiązków notyfikacyjnych).

Przepis art. 73 ust. 1 UOP odnosi się do przekroczenia określonego progu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Interpretując ten przepis w świetle Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia należałoby przyjąć, że obliczając kwestię przekroczenia progu bierze się pod uwagę prawa głosu wynikające z posiadanych

⁸⁶² K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69a, nb. 4.

akcji (w literaturze prawniczej jest to uznawane za podstawę koncepcji ogłoszenia wezwania⁸⁶³). Natomiast odmiennie niż w przypadku art. 69 UOP, nie powinien on dotyczyć innych okoliczności, które nie zostały w nim jasno ujęte lub wyodrębnione (oczywiście za wyjątkiem sytuacji wskazanych w art. 87 UOP) – tj. przypadków innych niż nabycie akcji (w tym nabycie pośrednie). Wynika to z faktu, że przepisy art. 69 i 73 UOP realizują odmienne cele oraz że zastosowanie art. 73 UOP pociąga za sobą bardziej daleko idące konsekwencje. Dlatego nie powinien być on interpretowany szeroko. Z tego względu należy uznać, że w obecnym porządku prawnym obowiązki wezwaniowe nie aktywują się w przypadku użytkownika lub zastawu (gdy użytkownik lub zastawnik może wykonywać prawa głosu). Może to być uzasadnione faktem, iż sytuacja ustanowienia użytkownika bądź zastawu jest inna, niż w przypadku nabycia akcji. Kontrolę nad wykonywaniem prawa głosu podmiot uprawniony zyskuje jedynie tymczasowo (na czas trwania użytkownika lub zastawu). Dlatego też ujęcie tych przypadków w zakres powinności ustanowionych przez art. 73 UOP wymaga istnienia oddzielnego przepisu jasno to przesądzającego i w ramach obecnie funkcjonujących regulacji nie można uznać, że otrzymanie akcji w związku z zastawem lub użytkowaniem będzie powodowało powstanie obowiązków wezwaniowych. Postulat *de lege ferenda* w tym zakresie zostanie przedstawiony w dalszym toku dysertacji.

5.1.2.8 *Record date capture a obowiązki notyfikacyjne*

Zakres osób uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki publicznej oraz do wykonywania prawa głosu ustala się na podstawie dnia rejestracji (*record date*). Zgodnie z art. 406¹ KSH dzień rejestracji przypada na szesnaście dni przed datą walnego zgromadzenia⁸⁶⁴.

Podmioty, które chcą zdobyć określoną siłę głosu na walnym zgromadzeniu spółki publicznej mogą nabywać akcje przed dniem rejestracji (tj. aby stać się akcjonariuszem na dzień rejestracji i móc wykonywać prawa głosu na walnym zgromadzeniu) i sprzedać je niezwłocznie po tym dniu. Takie zachowanie jest nakierowane na wzmocnienie lub uzyskanie siły głosu na wlanym zgromadzeniu, aby przeforsować korzystne dla siebie decyzje biznesowe (*record date capture*)⁸⁶⁵. Stanowi to rozszczepienie praw akcyjnych (tj. na moment dnia walnego zgromadzenia

⁸⁶³ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 2.

⁸⁶⁴ A. Krysiak [w:] Z. Jara, *Kodeks...*, art. 406¹, nb. 3.

⁸⁶⁵ W-G. Ringe, *Hedge Funds...*, s. 1050-1055.

uczestnik rynku posiada prawa korporacyjne, natomiast nie jest właścicielem akcji) – które jest przytaczane i analizowane w ramach teorii *a new vote buying* (tj. stanowi przykład rozdzielenia ryzyka ekonomicznego od siły głosu). W takiej sytuacji występują bowiem podmioty posiadające tzw. głosy puste (*empty voting*).

W przedstawionym przykładzie uczestnicy rynku mogą nie dysponować żadnym sygnałem na temat braku interesu ekonomicznego podmiotów uprawnionych do wykonywania praw głosu na walnym zgromadzeniu. Należy podkreślić, że informacja dotycząca powyższej okoliczności jest niezwykle istotna, ponieważ takie podmioty mogą cechować się nawet negatywnym interesem ekonomicznym (np. ich celem jest zablokowanie istotnych decyzji z zakresu działalności operacyjnej spółki publicznej). Dodatkowo najczęściej osoby realizujące strategię *record date capture* już na moment nabycia akcji mają intencję ich szybkiego zbycia. Może to nawet wynikać z samego kontraktu, na podstawie którego dochodzi do transferu własności akcji (np. w przypadku pożyczki akcji).

Niewątpliwie informacja na temat intencji zbycia akcji niezwłocznie po dniu rejestracji (a przed dniem walnego zgromadzenia) jest informacją ważną dla innych inwestorów (w tym obecnych akcjonariuszy spółki). Może mieć ona charakter cenotwórczy, gdyż wiąże się z ryzykiem paraliżowania działalności spółki poprzez blokowanie decyzji zapadających na walnym zgromadzeniu. Dlatego brak notyfikacji intencji gospodarczej w zakresie wykonywania strategii *record date capture* można uznać za pewną nieszczelność reżimu notyfikacyjnego. Wpływa to negatywnie na efektywność informacyjną rynku, a co za tym idzie również na jego ogólną efektywność. Prowadzi to do możliwości powstania niepożądanego asymetrii informacji dostępnych dla poszczególnych uczestników rynku (tj. podmiot zbywający akcje po dniu rejestracji ma przewagę informacyjną przez oznaczony czas – nad innymi uczestnikami rynku).

5.2 Postulaty *de lege ferenda*

Jak już wskazano powyżej, mogą istnieć sytuacje, w których przepisy dotyczące obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych okażą się niewystarczające do realizacji założonych celów (tj. ochrony transparentności rynku oraz akcjonariuszy mniejszościowych). Z tego powodu istnieje uzasadniona konieczność rozszerzenia ich zakresu na dodatkowe sytuacje odnoszące się w szczególności do rozszczepiania praw akcyjnych (*sensu stricte* i *sensu largo*) – w tym także niektórych kategorii

rozszczeplania ryzyka ekonomicznego od własności akcji. Przy czym należy zaznaczyć, że część opisanych sytuacji może być związana z problemami dotyczącymi sposobu interpretacji właściwych przepisów w dotychczasowym brzmieniu.

Dodatkowo, ze względu na niską jakość legislacji niektórych przepisów z zakresu omawianych obowiązków, konieczne jest ich doprecyzowanie, a także dostosowanie do brzmienia regulacji stanowiących na poziomie Unii Europejskiej. Warto też uwzględnić wybrane rozwiązania systemowe funkcjonujące w innych jurysdykcjach. Należy podkreślić, iż przepisy w tym zakresie są anachroniczne (tj. często wiążą prawo głosu bezpośrednio z posiadaniem akcji, nie ujmując tym samym sytuacji rozszczęplenia tych praw).

5.2.1 Oddzielenie zasad przypisania prawa głosu w przypadku obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych

Jak już wskazano w toku dysertacji, obowiązki wezwaniowe i notyfikacyjne mają inne podstawy aksjologiczne. Głównym celem pierwszych z nich jest zabezpieczenie interesów akcjonariuszy mniejszościowych⁸⁶⁶. Natomiast drugie mają za zadanie ochronę inwestorów i transparentności rynku⁸⁶⁷. W doktrynie niemieckiej zwraca się uwagę na powyższy problem (zasady przypisania praw głosu w Niemczech bazują na innych przepisach – tj. § 34 WpHG i § 30 WpÜG). W związku z tym wskazuje się, że interpretacja zasad przypisania głosów powinna być różna w stosunku do innych typów obowiązków (mimo jednolitego brzmienia właściwych regulacji w prawie niemieckim). W szczególności zasady te powinny być interpretowane wąsko w przypadku obowiązków wezwaniowych⁸⁶⁸. Z tym poglądem należy się w pełni zgodzić, mając na uwadze fakt, że obowiązki wezwaniowe pociągają za sobą daleko idące skutki. Wymagają one bowiem, aby oferent ustanowił zabezpieczenie wykonania wezwania w wysokości ogólnej wartości rynkowej akcji będących przedmiotem oferty⁸⁶⁹. W praktyce zabezpieczenie przybiera formę gwarancji bankowej lub blokady środków

⁸⁶⁶ M. Śliwa, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 73, nb. 6.

⁸⁶⁷ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69, nb. 2.

⁸⁶⁸ A. Opitz [w:] F. A. Schäfer, U. Hamann, *Kapitalmarktgesetze...*, WpHG § 22, nb. 101.

⁸⁶⁹ J. Róg-Dyrda, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 77, nb. 2.

pieniężnych na rachunku maklerskim podmiotu obowiązane⁸⁷⁰. W związku z tym oferent powinien posiadać określone środki, a ponadto musi je „zamrozić” na okres obowiązywania wezwania. Od momentu ogłoszenia wezwania, do daty jego sfinalizowania nie może on nimi dysponować. Wiąże się to po pierwsze z dużym wysiłkiem finansowym. Po drugie, zamrożone środki nie generują żadnej stopy zwrotu, natomiast w przypadku, gdyby zostały zainwestowane (np. w formie udzielenia pożyczki innemu podmiotowi) wypracowałyby dodatkowy zysk. W przypadku wezwania ten hipotetyczny zysk przepada. Ponadto, gdy podmiot obowiązany (zamiast zabezpieczenia własnych środków finansowych) korzysta z gwarancji bankowej, ponosi on dodatkowy koszt jej uzyskania. Jak wyżej zaprezentowano materializacji obowiązków wezwaniowych niesie za sobą duże koszty finansowe dla podmiotu obowiązane (tj. koszty zabezpieczenia wykonania wezwania). Oprócz powyższych kosztów, oferent musi również ponieść dodatkowe wydatki związane z przeprowadzeniem całego procesu wezwania (tj. koszt przygotowania oferty, w tym koszty usług podmiotów profesjonalnych uwzględniające m.in. obsługę prawną).

Wykonanie obowiązku notyfikacyjnego w porównaniu do przeprowadzenia wezwania na akcje wydaje się stosunkowo tanie (tj. koszt jego wykonania jest nieporównywalnie niższy). Wiąże się bowiem z ponoszeniem kosztów samej obsługi prawnej. Ponadto warto zwrócić uwagę, że w okolicznościach naruszenia art. 69 i 73 UOP istnieje zróżnicowanie w ramach sankcji korporacyjnoprawnych. W pierwszym przypadku, dotyczy ona wyłącznie akcji nabytych z naruszeniem art. 69 UOP. W drugim natomiast, odnosi się ona do praw głosu ze wszystkich akcji posiadanych przez obowiązane (tj. brak możliwości wykonywania prawa głosu ze wszystkich posiadanych akcji). Dodatkowo naruszenie przytaczanych obowiązków może się wiązać z nałożeniem na podmiot obowiązany dotkliwych sankcji administracyjnych – w formie m.in. kar pieniężnych.

Ponadto należy posłużyć się przykładem legislacji ogólnoeuropejskiej w zakresie konstrukcji działania w porozumieniu, gdzie ujęto jej dwie odrębne definicje (oddzielnie dla obowiązków wezwaniowych i notyfikacyjnych). Są one regulowane w art. 10 lit. a Dyrektywy o transparentności oraz w art. 2 ust. 1 lit. d Dyrektywy ws. ofert

⁸⁷⁰ M. Mataczyński [w:] M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz...*, art. 77, nb. 5.

przejęcia⁸⁷¹. Przy czym ta druga definicja jest znacznie węższa, gdyż dotyczy wyłącznie porozumień, których celem jest przejęcie kontroli nad spółką będącą przedmiotem oferty lub zakłócenie pomyślnego wyniku oferty. Tego typu podejście jest uzasadnione, ponieważ nieuprawnionym wydaje się zbytnie rozszerzanie zakresu przypadków, w których aktywują się obowiązki wezwaniowe. Obowiązki te powinny aktywować się wyłącznie w związku z uzyskaniem faktycznej kontroli nad spółką publiczną – w momencie jej uzyskania. Ponadto należy zwrócić uwagę na fakt, iż w literaturze prawniczej już postulowano ustalenie odrębnych definicji działania w porozumieniu dla obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych⁸⁷².

Uzasadnione jest obiektywne zaakceptowanie sytuacji, w których faktycznie dojdzie do przekroczenia progu notyfikacyjnego, ale jednocześnie nie zmaterializuje się obowiązek ogłoszenia wezwania na nabycie pozostałych akcji w spółce publicznej. Zakres przypadków objętyi powinnościami z art. 69 UOP powinien być szerszy, niż ma to miejsce w przypadku sytuacji aktywujących stosowanie art. 73 UOP. Obecnie jedyną różnicą pomiędzy oboma typami obowiązków jest stan posiadania instrumentów finansowych wymienionych w art. 69b ust. 1 UOP (nie aktywuje on obowiązków wezwaniowych).

Powyższe rozważania uzasadniają sformułowanie postulatu *de lege ferenda* wskazującego, że zasady przypisania praw głosu powinny być zróżnicowane dla potrzeb określania istnienia obowiązków wezwaniowych i notyfikacyjnych. W tym zakresie wydaje się uzasadnione rozbiecie art. 87 UOP na dwa odrębne przepisy – w celu maksymalnej separacji przypadków objętych różnymi powinnościami. Możliwe jest również uwzględnienie oddzielnych ustępów w art. 87 UOP, zawierających częściowo pokrywające się listy przypadków skutkujących przypisaniem praw głosów. Natomiast wydaje się błędne utrzymanie jednej listy tego typu zdarzeń, z uwzględnieniem wyłączeń dla obowiązków wezwaniowych – ponieważ, te same przypadki mogą podlegać innym zasadom interpretacji (tj. interpretacji zawężającej dla celów stosowania art. 73 UOP, gdzie główną dyrektywą interpretacyjną powinno być stwierdzenie faktu uzyskania faktycznej kontroli).

⁸⁷¹ P. Hajduk, P. Kuźnicki, *Zgodność regulacji...*, s. 56.

⁸⁷² K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu...*, s. 24.

5.2.2 Rozszerzenie zakresu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych

Ze względu na brak szczelności regulacji ustanawiających obowiązki wezwaniowe i notyfikacyjne, uzasadnione jest rozszerzenie obecnie funkcjonujących przepisów. Celem tego zabiegu będzie usunięcie występujących niepewności interpretacyjnych, jednoznaczne potwierdzenie objęcia nimi określonych stanów faktycznych, a także rozszerzenie ich stosowania na dodatkowe kategorie przypadków.

5.2.2.1 Przypisanie łańcuchowe

Jak wskazano powyżej, w UOP nie ma regulacji dopuszczających wprost przypisanie łańcuchowe (tj. zaliczenie głosów zgodnie z art. 69a, 69b i 87 UOP, w okolicznościach występowania łańcucha kilku pośredników, np. stan, w którym instrument finansowy jest posiadany na zlecenie lub na rzecz podmiotu trzeciego) praw głosu, z wyjątkiem dotyczącym działania w porozumieniu, odnoszącego się wprost do działania osoby trzeciej na podstawie art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a UOP. Posiłkując się wykładnią celowościową lub funkcjonalną można argumentować możliwość stosowania konstrukcji przypisania łańcuchowego w polskim porządku prawnym. Niemniej należy mieć na uwadze, iż tego typu wykładnia stanowi wnioskowanie *contra legem*. Dlatego też można stwierdzić, że istnieje pewna luka prawna (lub co najmniej wysoki poziom niepewności interpretacyjnej właściwych przepisów).

Dodatkowo, mając na uwadze regulacje funkcjonujące w innych państwach dopuszczające wprost stosowanie takiego przypisania łańcuchowego, uzasadnionym wydaje się sformułowanie wniosku *de lege ferenda*. Ustanowiony powinien zostać odrębny przepis umożliwiający *explicite* objęcie takich sytuacji polskimi przepisami dotyczącymi obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych.

Na gruncie ustawodawstwa niemieckiego wprost przewidziano w ustawie przypisanie łańcuchowe, w przypadkach podmiotu zależnego oraz podmiotów działających w porozumieniu⁸⁷³. Część przedstawicieli tamtejszej doktryny podkreśla, że jest to niedopuszczalne, kiedy przypisanie następuje na podstawie działania osoby

⁸⁷³ D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 33-39, nb. 13.

trzeciej, gdyż wymieniona możliwość nie wynika wprost z przepisów prawa⁸⁷⁴. Niekiedy jednak dopuszcza się taką atrybucję, gdy ostateczny beneficjent ma bezpośredni wpływ na właściciela akcji⁸⁷⁵.

We Francji konstrukcja przypisania łańcuchowego jest dopuszczalna⁸⁷⁶. W przypadku działania osoby trzeciej taka możliwość wynika wprost z art. L. 233-9 sekcja I pkt 1 *Code de commerce*, gdyż odwołuje się on do liczby mnogiej w odniesieniu do pośredników – akcje lub prawa głosu posiadane przez inne osoby w imieniu beneficjenta. Atrybucja jest też odrębnie regulowana w przypadku instrumentów finansowych. W pozostałych przypadkach możliwość tego rodzaju przypisania praw głosu (tj. przypisania prawa głosu w przypadku, gdy występuje kilku pośredników) nie wynika wprost z tekstu ustawy, ale jego podstawą może być art. 223-11 *Règlement général*. Jednak należy mieć również na uwadze, że francuskie przepisy odwołują się do stanów dotyczących akcji i jednocześnie do kwestii prawa głosu – co daje możliwość ich szerszej interpretacji.

Wydaje się, że przypisanie łańcuchowe może mieć zastosowanie w amerykańskim porządku prawnym ze względu na istnienie dość ogólnej definicji rzeczywistego właściciela akcji, obejmującej również sytuacje posiadania akcji za pomocą łańcucha podmiotów pośredniczących. Wskazuje się, że w zasadzie rzeczywistym właścicielem nie jest podmiot, który posiada prawo głosu (lub w ujęciu węższym – prawo do wykonywania prawa głosu), lecz przesądzającym jest możliwość wpływania na sposób wykonywania prawa głosu na podstawie prawnych, ekonomicznych lub innych uwarunkowań⁸⁷⁷. Z tego względu, najważniejszą przesłanką uzyskania statusu rzeczywistego właściciela jest możliwość kierowania sposobem wykonywania prawa głosu.

Ponadto należy podkreślić fakt przytoczony już w toku dysertacji, że brak istnienia uregulowań obejmujących kwestię przypisania łańcuchowego niesie ze sobą negatywne skutki dla efektywności rynku (w tym jego efektywności informacyjnej). Korzystając z występowania podmiotów pośredniczących dany podmiot może wejść w

⁸⁷⁴ J. v. Hein [w:] E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar...*, WpHG § 34, nb. 49; D. Poelzig [w:] D. Joost, L. Strohn, *HGB...*, WpHG § 33-39, nb. 13; M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 34, nb. 7.

⁸⁷⁵ ⁸⁷⁵ W. Bayer [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener Kommentar...*, WpHG § 34, nb. 9.

⁸⁷⁶ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 65.

⁸⁷⁷ C. S. Maravill, *Reopening the Loophole - Beneficial Ownership under 13(d) of the 1934 Securities Act after Rosenberg v. XM Ventures*, „Charleston Law Review” 2008, tom 3, nr 1, s. 163.

łatwy sposób w posiadanie akcji (może budować swoją pozycję względem spółki bez potrzeby jej notyfikowania) oraz wywierać wpływ większy, niż wynika to z papierów wartościowych będących jego własnością. Ma to też negatywne skutki w odniesieniu do ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Ponieważ można w ten sposób przejąć kontrolę nad spółką bez potrzeby przeprowadzania wezwania na akcje.

Bazując na ustawodawstwach funkcjonujących w innych państwach oraz uwzględniając argumenty określone powyżej, wydaje się zasadne rozszerzenie polskich regulacji. Dodatkowo, przepisy w tym zakresie powinny odnosić się do przypisania łańcuchowego w związku z działaniem w porozumieniu, działaniem podmiotu trzeciego, a także działaniem podmiotu zależnego.

5.2.2.2 Objęcie obowiązkami notyfikacyjnymi instrumentów finansowych odnoszących się do akcji jeszcze niewyemitowanych

Obecnie art. 69b ust. 1 lit. pkt 2 UOP należy interpretować w ten sposób, że instrumenty w nim wymienione powinny odnosić się do akcji już wyemitowanych. Dlatego też w zakres tego przepisu nie wejdą opcje lub warranty subskrypcyjne (dotyczące akcji przyszłych emisji). Stanowi to pewną lukę w obowiązujących regulacjach, gdyż uczestnicy rynku nie będą mieli dostępu do danych na temat kształtowania się przyszłej struktury własnościowej spółek publicznych. Należy mieć na uwadze, że w tym przypadku część inwestorów posiada już informację, która może im dać przewagę nad innymi podmiotami operującymi na rynku kapitałowym.

Dlatego też należy postulować rozszerzenie zakresu przepisów art. 69b ust. 1 lit. pkt 2 UOP, aby wprost odnosił się do instrumentów finansowych odwołujących się do akcji jeszcze niewyemitowanych. Można to osiągnąć na przykład poprzez zastosowanie sformułowania „odnoszą się do akcji lub akcji przyszłych emisji”. Usunie to pewne niepewności interpretacyjne, ponieważ obecnie w doktrynie⁸⁷⁸ wskazuje się, że obowiązkami notyfikacyjnymi mogą zostać objęte tego typu instrumenty (z czym *de lege lata* nie należy się zgodzić).

Jednak wymaga podkreślenia, że samo rozszerzenie art. 69b ust. 1 lit. pkt 2 UOP przyniesie negatywny skutek, ponieważ zaburzy obraz rzeczywistej struktury własnościowej spółki. Wynika to z faktu, że prawa głosu z akcji jeszcze

⁸⁷⁸ K. Borkowska, S. Jakszuk [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, art. 69b, nb. 2; K. Oplustil [w:] M. Stec, *Prawo...*, s. 947.

niewyemitowanych wliczałyby się do aktualnego stanu posiadania podmiotu raportującego (bez żadnego wyodrębnienia wymienionych praw). Dlatego w przypadku nowelizacji art. 69b UOP, konieczna jest jednoczesna zmiana art. 69 ust. 4 UOP. Zmiana ta powinna być wprowadzona poprzez dodanie nowej kategorii raportowanych informacji – tj. dotyczącej wyodrębnionej liczby głosów z akcji przyszłych emisji. Bez tego zabiegu proponowana zmiana miałaby negatywny wpływ na efektywność rynku, bowiem prowadziłyby do raportowania informacji nieprawdziwej.

5.2.2.3 Objęcie obowiązkami wezwaniowymi instrumentów finansowych

W ramach zakresu regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych, *de lege ferenda* powinno uwzględnąć się stany, w których podmiot obowiązany jest posiadaczem instrumentów finansowych określonych w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP (czyli tych, które nie są rozliczane kasowo). Warto zwrócić uwagę na fakt, że taka konstrukcja występuje we francuskim porządku prawnym.

Postulowana zmiana jest uzasadniona, ponieważ w przypadku takich instrumentów ich posiadacz ponosi skutki ekonomiczne podobne do posiadania akcji i jest uprawniony do ich nabycia. Ponadto same relacje ekonomiczne stron kontraktu wskazują, że wystawca instrumentu, posiadając instrumenty bazowe, nie będzie wykonywał z nich praw głosu w sposób niezgodny z interesami beneficjenta. Jest to uzasadnione ze względu na fakt, że wystawca nie będzie miał interesu ekonomicznego związanego z akcjami (tj. nie będzie ponosił ryzyka zmiany kursu akcji). Jednak dotyczy to sytuacji, w których wystawca zabezpieczył swoją pozycję na instrumentach finansowych, poprzez nabycie lub posiadanie instrumentu bazowego (tj. akcji). W powyższej sytuacji, jak już wspomniano w toku dysertacji, beneficjent będzie sprawował faktyczną kontrolę nad spółką (z uwagi na powiązania ekonomiczne – bez zawarcia jakiegokolwiek porozumienia w tym zakresie) tak długo, jak długo utrzymywany jest instrument finansowy.

Powyższe ma również zastosowanie do instrumentów finansowych rozliczanych gotówkowo (tj. objętych art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP). Na gruncie prawa francuskiego (we Francji te instrumenty finansowe nie są objęte zakresem obowiązków wezwaniowych) wskazuje się, że nabycie akcji przez beneficjenta nie jest wystarczająco pewne, aby objąć stan ich posiadania powinnością ogłoszenia

wezwania na akcje⁸⁷⁹. Niemniej tego typu argumentacja nie przekonuje. Istotą aktywacji obowiązków wezwaniowych nie jest fakt zajmowania określonej pozycji wobec spółki (tj. fakt nabycia akcji w przyszłości – pewny lub niepewny na moment zawierania instrumentu finansowego – jest irrelevantny). Datą właściwą dla materializacji przytaczanych obowiązków jest bowiem moment uzyskania określonego wpływu na spółkę, a wpływ ten nie musi wynikać ze stanu posiadania akcji. Natomiast skutki ekonomiczne zawarcia kontraktu mogą być analogiczne jak w przypadku instrumentów wymienionych w art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP.

Dlatego uzasadnionym jest ustanowienie szerszego zakresu obowiązków wezwaniowych – tak jak przedstawiono to powyżej, z uwzględnieniem objęcia nimi stanów posiadania instrumentów wymienionych w art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP. Ze względu na specyfikę przytaczanych powinności, podstawą rozszerzenia tego zakresu powinien być przepis odrębny od regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych. Dodatkowo istotnym jest fakt posiadania przez wystawcę instrumentu akcji spółki publicznej. Bez tego elementu nie zaistnieją wymagane skutki ekonomiczne, prowadzące do osiągnięcia stanu kontroli nad emitentem. Konieczne jest, aby beneficjent był ukrytym właścicielem (*hidden owner*) akcji, natomiast wystawca instrumentu – dysponował głosami pustymi (*empty voting*). Bazując na takiej argumentacji, właściwy przepis powinien uwzględniać wymóg stanowiący, aby w przypadku instrumentów finansowych odnoszący się do akcji spółek publicznych, ich wystawca zabezpieczał swoją pozycję poprzez nabycie lub posiadanie tych akcji. W innych wypadkach nie powinny one powodować aktywacji obowiązków wezwaniowych z art. 73 UOP.

Należy mieć na uwadze, że przypadek zabezpieczenia się wystawcy instrumentu finansowego poprzez nabycie instrumentu bazowego może nie być wyłącznym i jedynym przykładem wytworzenia odpowiednich stosunków ekonomicznych. W przyszłości mogą powstać mechanizmy, które będą wytwarzały stany zbliżone, nie objęte zakresem powyżej postulowanych rozwiązań. Dlatego korzystnym będzie wprowadzenie dodatkowego zastrzeżenia, że instrumenty finansowe, w związku z którymi istnieją uwarunkowania ekonomiczne skutkujące

⁸⁷⁹ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 204.

wykonywaniem praw głosu przez wystawcę zgodnie z interesami beneficjenta (tj. posiadacza instrumentu), powinny być objęte obowiązkami wezwaniowymi.

W związku z powyższym należy podkreślić, że obowiązki wezwaniowe nie powinny dotyczyć sytuacji posiadania instrumentów finansowych odnoszących się do akcji jeszcze niewyemitowanych. W takim przypadku bowiem nie ma możliwości, aby beneficjent faktycznie uzyskał pewien wpływ na spółkę publiczną (tj. prawa głosu, które mogłyby mu zapewnić ten wpływ jeszcze nie istnieją). Wpływ ten zostanie dopiero osiągnięty z momentem emisji akcji.

5.2.2.4 Objęcie obowiązkami wezwaniowymi stanów ustanowienia zastawu i użytkowania na akcjach

Jak już wskazano powyżej można argumentować, że w obecnym stanie prawnym obowiązki wezwaniowe nie aktywują się w przypadkach otrzymania akcji w zastaw lub użytkowanie (gdy zastawnik lub użytkownik może wykonywać prawo głosu). Natomiast należy rozważyć, czy korzystnym będzie ich rozszerzenie – ze względu na fakt, że zastaw i użytkowanie tworzą tylko stan przejściowy. Nie prowadzą one do trwałego uzyskania kontroli nad spółką.

W art. 87 UOP (mającym zastosowanie do obowiązków wezwaniowych) przewidziano sytuacje dotyczące przejściowego uzyskania kontroli nad prawem do głosu. Dotyczy to w szczególności pełnomocnictwa (choć wydaje się dopuszczalnym przyjęcie możliwości ustanowienia pełnomocnictwa nieodwołalnego) lub działania w porozumieniu. W tym wypadku kontrola jest utrzymywana tak długo, jak istnieje porozumienie.

Z uwagi na to, że obecnie stany przejściowe mogą stanowić podstawę powstania obowiązków wezwaniowych, nie powinny istnieć przeszkody do włączenia w ich zakres przypadków ustanowienia zastawu lub użytkowania. Dlatego na potrzeby art. 73 UOP *de lege ferenda* właściwe przepisy powinny ustanawiać zasadę doliczania praw głosów z akcji będących w zastawie lub użytkowaniu (jeżeli zastawnik lub użytkownik ma prawo wykonywania prawa głosu) do praw głosów posiadanych przez dany podmiot (pośrednio lub bezpośrednio) lub przypisanych mu zgodnie z art. 87 UOP.

5.2.2.5 Umowy zobowiązujące

Umowy zobowiązujące do przeniesienia własności akcji, instrumentów finansowych lub kreowania stanów, w których dochodzi do przypisania akcji na podstawie art. 87 UOP, nie są objęte obowiązkami notyfikacyjnymi i wezwaniowymi. Stanowi to pewien obszar do zaadresowania na poziomie ustawowym, ponieważ brak ujęcia tego typu sytuacji w odpowiednich regulacjach może mieć negatywne skutki dla efektywności rynku i ochrony akcjonariuszy mniejszościowych.

W przypadku niemieckiej literatury prawniczej, w zakresie problematyki umów zobowiązaniowych wskazuje się, że nie przyznają one beneficjentom możliwości wywierania wystarczającego wpływ na spółkę publiczną, ponieważ ich realizacja jest uzależniona od woli i współpracy kontrahenta⁸⁸⁰ (kontrahent może zapobiec wykonaniu zobowiązania⁸⁸¹). Niemniej objęcie komentowanymi obowiązkami tych umów w Niemczech pozostaje ciągle kontrowersyjne, gdy wskazuje się, że sens i cel właściwej regulacji przemawia za szerokim ujęciem sprawy⁸⁸².

Wobec powyższego należy zwrócić uwagę na trzy zagadnienia. Po pierwsze, instrumenty finansowe, które jedynie zobowiązują beneficjenta do nabycia akcji są już objęte obowiązkami notyfikacyjnymi. Umowy zobowiązujące tworzą w zasadzie podobny stan faktyczny. Po drugie, na bazie okoliczności towarzyszących zawarciu umowy zobowiązującej lub na podstawie samej jej treści możliwe jest przesądzenie faktu, czy rozsądnie można oczekiwać, iż kontrahent wykona swoje świadczenie (tj. czy dojdzie np. do przeniesienia własności akcji). W tym przypadku przesłanką może być zastrzeżenie wysokiej kary umownej. Dodatkowo sam fakt zawarcia umowy zobowiązującej, precyzującej cenę nabycia akcji, może świadczyć o wytworzeniu sytuacji ekonomicznej podobnej do tej, która ma miejsce w przypadku instrumentów finansowych. Wynika to z faktu, iż kontrahent ustalił już cenę po jakiej akcje zostaną zbyte. W związku z tym mogą od niego już „odrywać się” ryzyka ekonomiczne związane z ich posiadaniem (np. ryzyko obniżenia się kursu akcji).

Podobny skutek jak w przypadku umów zobowiązujących do przeniesienia własności akcji, mają umowy zobowiązujące do przeniesienia własności instrumentów

⁸⁸⁰ R. Süßmann [w:] H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch...*, § 14 Meldepflichten beim Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften, nb. 48.

⁸⁸¹ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 34, nb. 16.

⁸⁸² W. Bayer [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener Kommentar...*, WpHG § 34, nb. 23.

finansowych objętych art. 69b ust. 1 UOP lub wykreowania sytuacji powodujących przypisanie prawa głosu na podstawie art. 87 UOP. Dla potrzeb wykonywania obowiązków notyfikacyjnych, sytuacje ujęte w art. 69b ust. 1 oraz art. 87 UOP są *de facto* zrównane z transferem akcji.

Wobec powyższego należy postulować rozszerzenie obowiązków notyfikacyjnych na przypadki zobowiązujące przeniesienia własności akcji, instrumentów finansowych lub kreowania stanów, w których dochodzi do przypisania akcji na podstawie art. 87 UOP. Dodatkowo można rozważyć celem pewnego zawężenia przepisów (ze względu na zajmowanie przy takich kontraktach odległej pozycji wobec spółki przez beneficjenta), wprowadzenie ograniczenia stanowiącego, iż umowy te będą objęte obowiązkami notyfikacyjnymi, jeżeli na bazie okoliczności dotyczących ich zawarcia (lub na podstawie samej ich treści) można rozsądnie oczekiwać, że dojdzie do wykonania objętego nimi zobowiązania. Jednak wydaje się, iż takie zastrzeżenie w sposób nieuprawniony różnicowałoby sytuację posiadaczy instrumentów finansowych (gdzie brak takiego zastrzeżenia) oraz osób uprawnionych z umów zobowiązaniowych (niestanowiących instrumentu finansowego).

Włączenie powyższych przypadków do zakresu obowiązków notyfikacyjnych jest zasadne. Jednak w tym przypadku, powinno zostać ustanowione analogiczne kryterium, jakie wskazano powyżej w zakresie instrumentów finansowych. Zatem umowa zobowiązująca powinna prowadzić do aktywacji powinności z art. 73 UOP, gdy uwarunkowania ekonomiczne dotyczące tej umowy powodują, że kontrahent będzie wykonywać prawa głosu zgodnie z interesami beneficjenta.

5.2.2.6 Nabycie akcji na podstawie oświadczenia woli (ze skutkiem rozporządzającym)

Na gruncie niemieckiego porządku prawnego, sytuacje w których podmiot uprawniony może nabyć akcje na podstawie swojego oświadczenia woli (ze skutkiem rozporządzającym) są objęte obowiązkami notyfikacyjnymi⁸⁸³ i wezwaniowymi⁸⁸⁴. W tym przypadku wspomniane powinności nie są odraczane do momentu faktycznego nabycia akcji. Wynika to z faktu, że w tej sytuacji beneficjent posiada odpowiednią

⁸⁸³ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 34, nb. 16.

⁸⁸⁴ U. Wackerbarth [w:] W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener Kommentar ...*, WpÜG § 30, nb. 27-28.

pozycje, pozwalającą mu na oddziaływanie na spółkę⁸⁸⁵. W zasadzie można twierdzić, że jest to pewien ekwiwalent prawa własności (stan do niego porównywalny)⁸⁸⁶.

Powyższe wydaje się uzasadniać możliwość objęcia tego stanu obowiązками wezwaniowymi i notyfikacyjnym, ponieważ pozycja podmiotu uprawnionego przypomina pozycję ukrytego właściciela (*hidden owner*). Dodatkowo obecny posiadacz nie ma już interesu ekonomicznego związanego z akcjami. *De facto* może on stracić ich własność wyłącznie na podstawie oświadczenia woli beneficjenta (co pozostaje poza jego sferą wpływów). Ponadto fakt istnienia takiego uprawnienia do nabycia własności akcji jest istotną kategorią informacji dla uczestników rynku, dotyczącą kształtowania się przyszłej struktury własnościowej spółki publicznej. Wobec tego należy postulować wprowadzenie konstrukcji niemieckich do polskiego porządku prawnego.

5.2.2.7 Klauzula dotycząca działania mającego na celu obejście obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych

W Stanach Zjednoczonych oprócz wprost wskazanego zakresu obowiązków notyfikacyjnych, istnieje pewien rodzaj klauzuli mającej przeciwdziałać aktywnością prowadzącym do obejścia prawa. Została ona uwzględniona w §240.13d-3(b) *Code of Federal Regulations*. Zgodnie z nią za rzeczywistego właściciela akcji (czyli podmiot obowiązany do notyfikacji) uznaje się każdą osobę, która pośrednio lub bezpośrednio, z wykorzystaniem powiernictwa, pełnomocnictwa, umowy dot. wykonywania praw głosu lub jakiegokolwiek innej umowy lub porozumienia unika uzyskania statusu rzeczywistego właściciela mając na celu obejście obowiązków notyfikacyjnych. Powyższa regulacja została ustanowiona w celu zapobiegania uchylaniu się przez uczestników rynku od ujawniania informacji na temat posiadanych wpływów w spółkach publicznych⁸⁸⁷. Na przykład w związku ze stosowaniem kontraktów rozliczanych kasowo (*total return swap*), które nie były objęte uprzednio ogólną definicją ujętą w §240.13d *Code of Federal Regulations*, uznano, iż pozostają one w

⁸⁸⁵ R. Süßmann [w:] H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch...*, § 14 Meldepflichten beim Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften, nb. 48.

⁸⁸⁶ Wyrok Federalnego Trybunału Sprawiedliwości z dnia 29 lipca 2014 r., o sygn. II ZR 353/12, nb. 40, dostęp online (06.05.2023):

<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi->

[bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=b66c8a160cd93c21a7641668f079c191&nr=68630&pos=0&anz=1](http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=b66c8a160cd93c21a7641668f079c191&nr=68630&pos=0&anz=1)

⁸⁸⁷ R. T. Law, *The Derailment of Section 13(D) Liability after CSX v. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial Ownership Requirement for Section 13(D) Disclosure*, Catholic „University Law Review” 2009, tom 59, nr 1, s. 267.

zakresie omówionej powyżej klauzuli. Z tego powodu stan posiadania tych kontraktów powinien być notyfikowany⁸⁸⁸. Pozwoliło to niejako wyprzedzić trendy rynkowe i innowacje finansowe w obszarze derywatów.

Przytaczana klauzula umożliwiła w prawie amerykańskim objęcie obowiązkami notyfikacyjnymi innowacji finansowych nakierowanych na obejście standardowych przepisów. Zabezpieczyła ona system przed zmianami zachodzącymi na rynku kapitałowym. Dlatego korzystnym może być przeniesienie tego typu rozwiązania do Polski. Pozwoliłoby to na jego uszczelnienie, gdyż nie sposób jest przewidzieć wszystkich (obecnych i przyszłych) rozwiązań ułatwiających unikanie obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych.

De lege ferenda regulacja ustanawiająca klauzulę obejścia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji powinna być nakierowana na wykonywanie celów realizowanych przez wymienione powinności. Cele te muszą delimitować granice jej zastosowania i ograniczać zakres jej wykorzystania jedynie do sytuacji relewantnych. W zakresie przypadków objętych art. 69 UOP, konieczne jest ujęcie przez nią kwestii dotyczących potencjalnych zmian w strukturze własnościowej spółki publicznej istotnych dla uczestników rynku. Z tej perspektywy ważne jest uchwycenie stanów, w których dany podmiot ma wpływ na spółkę lub zajmuje uprzywilejowaną pozycję w stosunku do nabycia własności akcji lub tego wpływu. W stosunku do obowiązków z art. 73 UOP, znaczenie ma osiągnięcie faktycznej kontroli nad emitentem (poprzez uzyskanie określonego wpływu) – co niekoniecznie wynika z posiadanych / kontrolowanych praw głosów lub akcji. W tym przypadku irrelevantne jest, czy określona osoba ma możliwość uzyskania tej kontroli w przyszłości. Dlatego stosowanie klauzuli powinno być wyłączone w przypadkach, w których użycie jej nie realizowałoby celów art. 69 lub 73 UOP.

Z powyższych względów klauzula powinna obejmować przypadki, w których jakakolwiek osoba (działająca samodzielnie lub w porozumieniu), działając w celu obejścia obowiązków notyfikacyjnych lub wezwaniowych, uzyskuje określony w innych przepisach (tj. w art. 69 lub 73 UOP) poziom wpływu na spółkę publiczną na podstawie uwarunkowań prawnych lub ekonomicznych, lub innego rodzaju okoliczności. Przy czym sam wpływ nie może być rozumiany wąsko – jako możliwość oddziaływania na

⁸⁸⁸ Tamże... s. 277.

inny podmiot w celu osiągnięcia określonego sposobu wykonywania prawa głosu. Powinien on również obejmować sytuację, w której podmiot trzeci wykonuje to prawo zgodnie z interesem beneficjenta na podstawie okoliczności ekonomicznych lub okoliczności innego rodzaju.

Zastrzeżenie „lub innego rodzaju okoliczności” powinno rozszerzyć zakres stosowania klauzuli na przypadki, gdy wykonywanie prawa głosu przez osobę trzecią w zgodzie z interesem beneficjenta nie wynika ze wzajemnych ustaleń, relacji prawnych lub ekonomicznych, ale z innego rodzaju powodów (np. ze względu na więzi społeczne). Zastosowanie konstrukcji otwartej pozwoli w przyszłości na ujęcie przez proponowaną klauzulę nowych mechanizmów (poza prawnych) uzyskiwania faktycznej kontroli nad spółką publiczną.

Ponadto, na potrzeby obowiązków notyfikacyjnych, klauzula ta powinna również obejmować przypadki, w których jakakolwiek osoba, działając w celu obejścia tych obowiązków, zajmuje uprzywilejowaną pozycję w stosunku do możliwości uzyskania określonego wpływu na spółkę. Bazuje to na interpretacji podobnego skutku ekonomicznego w sytuacji instrumentów finansowych regulowanych w art. 13 Dyrektywy o przejrzystości. Twierdzi się, że jednym z elementów przesądzających o podobnych skutkach ekonomicznych do instrumentów rozliczanych przez wydanie rzeczywiste, jest ułatwienie posiadaczowi instrumentu (z perspektywy ekonomicznej) nabycia lub uzyskanie dostępu do akcji spółki publicznej⁸⁸⁹. Niemniej powinno to dotyczyć wszelkich przypadków zdobywania przewagi w uzyskiwaniu wpływu w spółce i nie powinno się ograniczać wyłącznie do możliwości wejścia w posiadanie akcji (np. umowa zobowiązująca do ustanowienia lub transferu instrumentu finansowego).

5.2.2.8 Podwójna notyfikacja tymczasowego przeniesienia własności akcji

We francuskim porządku prawnym akcje będące przedmiotem umowy ich tymczasowego transferu dla celów realizacji obowiązków notyfikacyjnych są liczone podwójnie⁸⁹⁰. Co prawda może to zaburzać obraz struktury własnościowej spółki publicznej, niemniej, należy wziąć pod uwagę, iż podmiot tymczasowo zbywający akcje może być ich ukrytym właścicielem (*hidden owner*). Natomiast podmiot, na rzecz którego dokonano transferu może posiadać głosy puste (*empty voting*), ponieważ

⁸⁸⁹ ESMA, *Final Report ...*, s. 30-31.

⁸⁹⁰ P. H. Conac, *Franchissement...*, akapit 71.

kontrakt przenoszący własność może już ustanawiać cenę w ramach sprzedaży zwrotnej. Zatem oba podmioty zajmują istotną pozycję względem spółki, co uzasadnia podwójne liczenie prawa głosu z akcji objętych tymczasowym transferem.

W związku z powyższym korzystnym będzie zaimplementowanie takiego rozwiązania (tj. podwójnego liczenia praw głosu z akcji objętych tymczasowym transferem) do polskiego systemu prawa. Przy czym w celu ograniczenia zniekształcania obrazu struktury własnościowej spółki publicznej, koniecznym jest uwzględnienie zmiany art. 69 ust. 4 UOP poprzez dodanie nowej kategorii raportowanych informacji. Kategoria ta dotyczyłaby danych na temat wyodrębnionej liczby głosów z akcji będących przedmiotem tymczasowego transferu wraz ze wskazaniem kontrahenta (tj. podmiotu przenoszącego własność akcji), oraz daty lub okresu, po którym dojdzie do sprzedaży zwrotnej (z możliwością oznaczenia, iż taka data lub okres nie zostały ustalone).

5.2.3 Dostosowanie i korekta funkcjonujących regulacji

Oprócz poszerzenia zakresu obecnie funkcjonujących przepisów, należy skorygować inne regulacje mające zastosowanie w analizowanej problematyce (miejscami ze skutkiem rozszerzającym). W szczególności odnosi się to do regulacji dotyczących instrumentów finansowych oraz działania w porozumieniu.

5.2.3.1 Regulacje dotyczące instrumentów finansowych

Jak już wspomiano w toku dysertacji, art. 69b UOP różni się od uregulowań zawartych w Dyrektywie o transparentności. Część stanów faktycznych ujętych przez dyrektywę, nie jest objęta art. 69b UOP (i odwrotnie). Ponadto polski przepis cechuje się wysokim poziomem niepewności interpretacyjnej. Dlatego należy dokonać ich modyfikacji.

W celu określenia optymalnego zakresu norm regulujących kwestię instrumentów finansowych, konieczna jest weryfikacja rozwiązań funkcjonujących w innych krajach. We Francji ustawa odnosi się, w zakresie derywatów rozliczanych przez wydanie rzeczywiste, do możliwości „nabycia z własnej inicjatywy” akcji spółki publicznej. Natomiast nie dotyczy kwestii bezwarunkowego prawa do ich nabycia. W przypadku Niemiec, WpHG obejmuje oba te kryteria na zasadzie alternatywy. Niemniej taka różnica pomiędzy systemami wymienionych państw w zasadzie nie ma większego znaczenia praktycznego. Wymieniona bezwarunkowość (na gruncie Dyrektywy o

transparentności) spełnia wyłącznie rolę doprecyzowującą, ponieważ posiadaczowi, który może decydować o zakupie według własnego uznania, równocześnie przysługuje drugie z przytaczanych uprawnień⁸⁹¹. Zatem z perspektywy Dyrektywy o transparentności i jej implementacji w państwach członkowskich kluczowe jest kryterium dotyczące możliwości nabycia akcji z własnej inicjatywy.

W przypadku polskim natomiast jest mowa o zobowiązaniu posiadacza instrumentu finansowego do nabycia akcji lub bezwarunkowym uprawnieniu. Zatem art. 69b ust. 1 pkt 1 UOP stanowi nieprawidłową implementację Dyrektywy o transparentności i powinien zostać korygowany w ten sposób, aby dodane zostało kryterium (jako alternatywa dla dotychczas funkcjonujących) dotyczące możliwości nabycia akcji z własnej inicjatywy posiadacza instrumentu finansowego.

W zakresie instrumentów finansowych rozliczanych gotówkowo można postulować wprowadzenie definicji skutków ekonomicznych podobnych do derywatów rozliczanych przez wydanie rzeczywiste (wzorem rozwiązań francuskich, które przyjmują taką definicję). Celem tego zabiegu będzie usunięcie istniejących niepewności interpretacyjnych, co ułatwi jednocześnie możliwość jego zrozumienia przez uczestników rynku. Definicja powinna być przy tym zgodna z zasadami interpretacji właściwych przepisów Dyrektywy o transparentności (przytoczonych już w toku dysertacji). Dlatego jej brzmienie należy powiązać z sytuacjami, w których instrument finansowy ekspozuje jego posiadacza na ryzyko zmienności wartości akcji, a ponadto ułatwia mu (z perspektywy ekonomicznej) nabycie lub uzyskanie dostępu do instrumentu bazowego (tj. akcji). Powyższe jest zgodne ze stanowiskiem ESMA przedstawionym w związku z art. 13 ust. 1 lit. b Dyrektywy o transparentności⁸⁹².

5.2.3.2 Działanie w porozumieniu

Polska definicja działania w porozumieniu wymaga gruntownej przebudowy, gdyż jej obecne brzmienie nie spełnia celów realizowanych przez przepisy ustanawiające obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe.

W pierwszej kolejności należy podkreślić fakt, że nie powinna ona referować do zamiaru podjęcia czynności materializujących obowiązki wezwaniowe i notyfikacyjne.

⁸⁹¹ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 38, nb. 7.

⁸⁹² ESMA, *Final Report...*, s. 30–31.

Obecna konstrukcja w tym zakresie była już przedmiotem krytyki w doktrynie⁸⁹³. Przede wszystkim taki stan jest niedopuszczalny, ponieważ różnicowanie sytuacji osób działających samodzielnie od podmiotów działających w porozumieniu jest nieuprawnione. Zatem *de lege ferenda* definicja działania w porozumieniu nie powinna odnosić się do zamiaru podjęcia określonych działań, lecz dotyczyć wyłącznie stanów, w których te działania są wykonywane (lub wykonane). Jest to postulat pojawiający się już w literaturze prawniczej⁸⁹⁴ i zasługuje na pełne poparcie.

Dodatkowo, jak już wcześniej wspomniano, konieczne jest ustalenie dwóch odrębnych definicji działania w porozumieniu. W sytuacji obowiązków wezwaniowych istotne jest maksymalne zawężenie i dostosowanie jej do celów realizowanych przez art. 73 UOP. Natomiast definicja właściwa dla art. 69 UOP może obejmować szerszy zakres przypadków.

Dla celów obowiązków wezwaniowych, definicja powinna ograniczać się do porozumień, na podstawie których strony zgodnie wykonują lub będą wykonywać (w tym za pośrednictwem innych podmiotów) prawa głosu lub współpracować w inny sposób, celem przejęcia lub sprawowania kontroli nad spółką publiczną. Dodatkowo porozumienie (zgodnie z brzmieniem Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia) powinno obejmować sytuacje, których celem jest zakłócenie pomyślnego wyniku oferty przejęcia. Definicja nie powinna referować do prowadzenia trwałej polityki wobec spółki, ponieważ rozumienie tego terminu może być zbyt szerokie. Natomiast przesłanką kluczową dla zastosowania art. 73 UOP jest przejęcie lub sprawowanie kontroli nad emitentem. Ponadto, sformułowanie „współpracować w inny sposób” ma za zadanie ująć inne stany niż wykonywanie prawa głosu (tj. uwzględnienie sytuacji, gdy na podstawie relacji ekonomicznych członków porozumienia z innymi podmiotami, podmioty trzecie będą wykonywały prawa głosu zgodnie z ich interesem). Poza tym proponowane rozwiązanie nie powinno obejmować współdziałania przy nabywaniu akcji emitenta, gdyż sam fakt nabycia akcji nie przesądza, że podmioty będące członkami porozumienia będą wspólnie wywierać na niego wpływ (i w efekcie przejmą kontrolę). Bez wspólnego działania w tym zakresie (po nabyciu akcji), sama konstrukcja działania w porozumieniu dotycząca obowiązków wezwaniowych jest niezgodna z założeniami przepisów ustanawiających obowiązki wezwaniowe,

⁸⁹³ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu...*, s. 16.

⁸⁹⁴ P. Błaszczyk, *Nabywanie akcji...*, s. 30.

ponieważ pozostaje bez skutku na rozkład sił w spółce (taki sam skutek z perspektywy idei obowiązków wezwaniowych byłby w przypadku, gdyby te podmioty nabywały akcje niezależnie od siebie).

W zakresie obowiązków notyfikacyjnych, ze względu na ich specyfikę, możliwe jest ustanowienie szerszej definicji. Dlatego można postulować, aby porozumieniu było rozumiane jako wspólne działanie co najmniej dwóch podmiotów, dotyczące:

- nabycia akcji, instrumentów finansowych (objętych obecnie art. 69b UOP) lub uzyskania możliwości wpływu na sposób wykonywania prawa głosu przez podmiot trzeci;
- wykonywania prawa głosu;
- wywierania na spółkę publiczną wpływu w inny sposób;
 - w celu realizacji wspólnej polityki w stosunku do spółki publicznej, lub uzyskania lub sprawowania kontroli nad tą spółką.

Powyższa propozycja bazuje na rozwiązaniu francuskim (jednak rozbudowanym względem L. 233-10 *Code de commerce*). Wynika to z faktu, że w przypadku porozumienia istotny jest cel jego zawarcia, a nie jedynie przeprowadzane działanie. W niemieckim porządku prawnym sam cel jest określony jako „*doprowadzenie do trwałej i istotnej zmiany strategii biznesowej emitenta*”. Wydaje się, że kryterium istotności zmiany strategii biznesowej stanowi zbyt daleko idące zawężenie zakresu przedmiotowego. Faktyczna kontrola nad spółką może zostać osiągnięta przez członków porozumienia, bez konieczności zmiany tej strategii. Natomiast definicja amerykańska jest ograniczona wyłącznie do określonych kategorii działań wspólnych i nie jest limitowana celem podejmowania tych działań – co z kolei stanowi zbyt szerokie jej ujęcie.

Powyższa konstrukcja działania w porozumieniu powinna obejmować nie tylko stany dotyczące wspólnego działania z zakresu nabywania akcji, ale wszystkie inne stany równorzędne do takiego nabywania z perspektywy obowiązków notyfikacyjnych. Dlatego współpraca w zakresie uzyskiwania wpływu w spółce poprzez nabywanie instrumentów finansowych lub tworzeniu stanów przypisania praw głosu na podstawie art. 87 UOP winna zostać uwzględniona. Ponadto, tak jak w przypadku obowiązków wezwaniowych, konieczne jest, aby postulowana definicja uwzględniała inne możliwości wpływu na spółkę publiczną – np. na podstawie relacji ekonomicznych

członków porozumienia wiążących ich z innymi podmiotami. Przy przedmiotowej analizie dodatkowo należy podkreślić, że współdziałanie w celu nabywania akcji ułatwia z perspektywy ekonomicznej ich nabycie lub uzyskanie do nich dostępu (przekłada się to również na stany dotyczące nabywania instrumentów finansowych lub przypadków objętych art. 87 UOP). Tworzy to sytuację podobną do okoliczności objętych art. 69b ust. 1 pkt 2 UOP.

Podkreślić należy, że wymienione definicje (właściwe dla obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych) należy ustrukturyzować tak, aby dotyczyły porozumień wyrażanych w różnych formach – np. wyraźnych lub cichych, ustnych lub pisemnych. W tym zakresie do powstania porozumienia wystarczającym jest wyłącznie wyartykułowanie intencji jego zawarcia przez poszczególnych członków. Nie musi natomiast istnieć formalna umowa, która je ustanawia. Ponadto powinien zostać ustanowiony odrębny przepis dopuszczający pełne przypisanie łańcuchowe głosów przypisanych do jego członków na podstawie innych przepisów.

Warto również zwrócić uwagę na fakt, iż w ramach niemieckiego porządku prawnego, na poziomie ustawowym uwzględniono wyłączenie dla porozumień doraźnych / jednorazowych⁸⁹⁵. Dodatkowo w ramach polskiej literatury prawniczej podnosi się postulaty *de lege ferenda* dotyczące uwzględnienia tego typu wyłączenia w UOP⁸⁹⁶. Takie postulaty należy poprzeć, gdyż ich implementacja pozwoli na ograniczenie niepewności interpretacyjnej i zoptymalizuje stosowanie konstrukcji działania w porozumieniu.

5.2.3.3 *Ustanowienie przepisów dotyczących obowiązków notyfikacyjnych dotyczących stanu ustanowienia użytkownika na akcjach*

Jak już wskazano w toku dysertacji, obecne przepisy dotyczące obowiązków informacyjnych nie ustanawiają wprost wymogu notyfikacji przekroczenia progów wymienionych w art. 69 UOP w związku z ustanowieniem użytkownika na akcjach. Dlatego też należy postulować rozszerzenie właściwych przepisów (np. poprzez dodanie dodatkowego ustępu w art. 69a UOP) obejmujących opisaną sytuację. Zabieg ten ma za zadanie klaryfikację właściwych regulacji (ułatwienie ich odbioru) i ujednoczenie zasad właściwych dla zastawy i użytkownika na poziomie ustawowym.

⁸⁹⁵ M. Habersack [w:] V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien...*, WpHG § 33, nb. 30.

⁸⁹⁶ K. Oplustil, M. Sas, *Działanie...*, s. 24.

5.2.4 Wprowadzenie obowiązku notyfikowania interesu

W innych jurysdykcjach przeanalizowanych w ramach dysertacji, funkcjonują obowiązki notyfikowania szerszych informacji niż wyłącznie dane na temat osiągania określonych progów notyfikacyjnych. Rozwiązania te funkcjonują tam już od dłuższego czasu i mogą przynosić korzyści dla efektywności informacyjnej rynku. Dlatego ich implementacja w Polsce może nieść za sobą pozytywne i użyteczne skutki.

5.2.4.1 Notyfikacja intencji zbycia akcji pomiędzy dniem rejestracji a dniem walnego zgromadzenia

W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na kwestie dotyczące *record date capture*. Podmioty nabywające akcje przed dniem rejestracji uczestnictwa na walnym zgromadzeniu i zbywające je niezwłocznie po tym dniu mogą cechować się ujemnym interesem ekonomicznym wobec spółki. Ponadto dysponują oni głosami pustymi (*empty voting*)⁸⁹⁷. Dlatego też informacja o tym fakcie jest ważna dla innych uczestników rynku. Natomiast może ona być niedostępna na dzień walnego zgromadzenia. W związku z tym należy postulować uwzględnienie dodatkowych obowiązków dla podmiotów działających w ramach powyżej opisanego modelu.

De lege ferenda podmiot nabywający akcje w związku z dniem rejestracji uczestnictwa, posiadający intencję ich niezwłocznego zbycia (tj. przed dniem walnego zgromadzenia) powinien dokonać notyfikacji tej intencji. Niemniej nie każda sytuacja musi być objęta takim obowiązkiem, lecz tylko przypadki dotyczące istotnych pakietów akcji (lub praw głosów). Dlatego optymalnym rozwiązaniem byłoby dokonanie notyfikacji w związku z realizacją powinności z art. 69 UOP.

5.2.4.2 Notyfikacja informacji na temat interesu ekonomicznego nabywców znacznych pakietów akcji

W innych porządkach prawnych przeanalizowanych w toku dysertacji (tj. we Francji, Niemczech i Stanach Zjednoczonych) funkcjonuje mechanizm nie posiadający swojego odpowiednika w Polsce, nakładający obowiązek przekazywania informacji na temat intencji gospodarczej podmiotu nabywającego znaczne pakiety akcji (oraz dodatkowych informacji związanych z realizowaną transakcją).

⁸⁹⁷ H. T. C. Hu, B. S. Black, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling...*, s. 671.

Historycznie w Polsce istniała konstrukcja obligująca uczestników rynku do podawania informacji dotyczących zamiarów dalszego zwiększania udziału w ogólnej liczbie głosów w okresie 12 miesięcy od złożenia zawiadomienia oraz celu zwiększania tego udziału – w przypadku, gdy zawiadomienie, o którym mowa w art. 69 ust. 1 UOP było składane w związku z osiągnięciem lub przekroczeniem 10% ogólnej liczby głosów (na podstawie uchylonego już przepisu art. 69 ust. 4 pkt 4 UOP). Jednak ustawodawca zdecydował się na usunięcie tego obowiązku, argumentując, że taka informacja nie jest istotna dla uczestników rynku w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ponadto wskazywano, iż nie jest ona wiążąca i w każdym czasie może ulec zmianie, a dodatkowo stanowi nadmierne obciążenie dla podmiotów obowiązanych⁸⁹⁸. Z takim poglądem nie należy się zgodzić. Informacja dotycząca intencji gospodarczych pozwala na obrazowanie potencjalnych przyszłych zmian w strukturze własnościowej. Ponadto utrudnia „wślizgnięcie się” do spółki (bez publikowania danych na temat budowania pozycji wobec spółki, ang. *creeping in*) oraz zapewnia ona szerszy kontekst na temat transakcji dotyczącej nabycia znacznych pakietów akcji dla innych uczestników rynku. Dodatkowo, badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych potwierdziły charakter cenotwórczy tego typu informacji⁸⁹⁹.

W celu określenia zakresu notyfikowanych informacji warto odnieść się do rozwiązań funkcjonujących w innych państwach. Dla przykładu w Niemczech są one najmniej rygorystyczne (w porównaniu z Francją i Stanami Zjednoczonym). Przy czym należy podkreślić, iż wprowadzenie tam odpowiednich regulacji było podyktowane doświadczeniami z Francji i Stanów Zjednoczonych⁹⁰⁰. Raportowane dane ograniczają się w niemieckim porządku prawnym do potwierdzenia wyłącznie kilku faktów (np. intencji prowadzenia dalszych nabyć) i nie wymagają dodatkowych wyjaśnień⁹⁰¹. W przypadku dwóch pozostałych państw zakres informacji jest zdecydowanie szerszy. Zawiera on m.in. dane dotyczące strategii, którą podmiot obowiązany przewiduje realizować w stosunku do spółki oraz działań służących jej wdrażaniu lub celu motywującego dokonany zakup.

⁸⁹⁸ Uzasadnienie do ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2016 r. poz. 615), 2015, s. 16.

⁸⁹⁹ R. J. Colombo, *Effectuating...*, s. 325.

⁹⁰⁰ T. A. Heinrich [w:] H. Shepherd, T. Möllers, K. Altenhain, H. Baum, *Kölner...*, WpHG § 27a, nb. 5.

⁹⁰¹ S. Petersen [w:] G. Spindler, E. Stilz, *Kommentar...*, WpHG § 27a, nb. 98; H.-M. Eckstein [w:] F. Drinhausen, H.-M. Eckstein, *Beck'sches...*, § 21 WpHG- und MMVO-Meldepflichten, nb. 69.

W przypadku polskiego porządku prawnego należy wyważyć zakres informacji notyfikowanych w ramach regulacji innych państw, w celu zachowania odpowiedniego balansu między ochroną transparentności rynku, a ciężarem obciążeń nakładanych na jego uczestników. Z perspektywy rynku wydaje się, że najważniejszą kategorią, którą należy uwzględnić w krajowych regulacjach, jest ujawnianie zamiaru dotyczącego zwiększania swojego wpływu wywieranego na spółkę poprzez nabywanie nowych akcji, kreowanie stanów przypisania praw głosu na podstawie art. 87 UOP lub dokonywanie transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Dodatkowo ważne są motywy związane ze zwiększeniem swojego zaangażowania w spółce. W tym zakresie może to być informacja na temat chęci jej przejęcia oraz czy inwestycja służy realizacji celów strategicznych lub generowaniu zysków handlowych. Ten typ danych powinien uwzględniać również wskazanie, czy nabywca posiada interes ekonomiczny związany z akcjami (tj. czy ponosi ryzyko zmienności kursu akcji), nie ponosi ryzyk związanych z posiadanymi akcjami lub nawet czy cechuje go tzw. ujemny interes ekonomiczny.

Powyżej wskazane zostały podstawowe informacje, które powinny podlegać notyfikacji. Oprócz powyższego można rozważyć wprowadzenie dodatkowych kategorii danych, takich jak określenie źródeł środków wykorzystanych do zakupu akcji (lub uzyskania prawa głosu), a także krótki opis umów zawartych z innymi podmiotami dotyczący jakichkolwiek papierów wartościowych spółki publicznej. Taki zakres wydaje się wystarczający dla zwiększenia poziomu transparentności rynku. Przy czym podkreślić należy, że same szczegółowe informacje na temat zakładanych zmian w emitencie (planowane zmiany w strategii gospodarczej emitenta lub w składzie jego organów) wydają się już zbyt daleko idącym rozwiązaniem.

Wymienione obowiązki powinny aktualizować się w związku z przekroczeniem progów ujętych w art. 69 UOP. Przekroczenie kolejnych progów nie powinno skutkować obowiązkiem składania nowych danych, jeżeli te uprzednio przekazane wciąż pozostają zgodne z rzeczywistością. Ponadto proponowane konstrukcje powinny przewidywać również mechanizmy dotyczące aktualizacji notyfikowanej intencji (na wypadek jej zmiany) oraz sankcję za ich niedopełnienie.

5.3 Wnioski

Obecnie funkcjonujące regulacje nie są dostatecznie szczelne i mogą nie zapewniać odpowiedniego poziomu ochrony transparentności rynku lub ochrony

akcjonariuszy mniejszościowych. Dlatego konieczna jest ich zmiana w celu zwiększenia zakresu regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych. Co więcej, istotne jest poprawienie ich jakości w taki sposób, aby były one bardziej przejrzyste i precyzyjne. Podkreślenia wymaga fakt, że mają one bezpośrednie przełożenie na efektywność rynku, przez co odpowiednie ich ukształtowanie ma doniosłe znaczenie. Wobec powyższego należy przytoczyć pogląd, zgodnie z którym wyłącznie rynki kapitałowe cechujące się jasnymi i precyzyjnymi regulacjami mają odpowiednie możliwości do efektywnego rozwoju⁹⁰².

Ponadto warto zwrócić uwagę, że instrumenty finansowe podlegają ciągłemu postępowi. Oprócz tego uczestnicy rynku mogą wykorzystywać nowe schematy działań niezwiązane z posiadaniem derywatów. Dlatego też system prawa powinien się zmieniać lub cechować się wysokim poziomem elastyczności w celu nadążenia za innowacjami.

Biorąc pod uwagę rozważania prowadzone w ramach niniejszego rozdziału i wykazane braki w polskim ustawodawstwie, zaproponowano optymalny zakres zmian, który pozwoliłby na ujęcie właściwymi przepisami sytuacji nakierowanych na uniknięcie obowiązków notyfikacyjnych lub wezwaniowych. Zmiany te są przede wszystkim nakierowane na przypadki rozszczepiania praw akcyjnych (*sensu largo* oraz *sensu stricto*), ale również pozwalają na uchwycenie innych schematów wykorzystywanych w celu obejścia prawa. Ich wdrożenie poprawi jakość polskich regulacji, a także wzmocni transparentność rynku oraz poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Wynika to z faktu, że postulaty *de lege ferenda* są przede wszystkim nakierowane na realizację celów powinności wyznaczonych przez art. 69 i 73 UOP.

⁹⁰² J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003, s. 31.

Zakończenie

W pierwszych rozdziałach dysertacji podjęto kwestie dotyczące dopuszczalności i zakresu rozszczepiania praw akcyjnych z perspektywy prawa prywatnego (handlowego), a także przeprowadzono analizy przypadków takiego rozszczepiania. Pozwoliło to na wstępne przybliżenie problemu oraz wykazanie jego doniosłości praktycznej. Dodatkowo przytoczono przykłady z zakresu praktyki międzynarodowej, jak również orzecznictwa krajowego (dotyczące zjawiska parkowania akcji).

W szczególności zwrócono uwagę na zakres uprawnień majątkowych, postulując włączenie w ich sferę prawa własności. Pozwoliłoby to na pełne odzwierciedlenie skutków ekonomicznych członkostwa w spółce (w tym ujęcie ryzyk związanych z posiadaniem akcji). Zabieg ten cechuje się wysokim poziomem istotności z perspektywy klasyfikacji i typizacji praw akcyjnych, a także ułatwia rozumienie konstrukcji dotyczących rozszczepiania tych praw oraz ich analizę z punktu widzenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji.

Ponadto, w toku pracy doktorskiej wykazano, że prawa korporacyjne nie mają charakteru akcesoryjnego wobec uprawnień majątkowych. Cechują się samodzielnością (mogą występować jako samodzielny przedmiot zainteresowania uczestników rynku) oraz dużym znaczeniem z perspektywy wpływu na działalność spółki publicznej. Takie spojrzenie na sprawę dowodzi doniosłości kwestii rozszczepiania praw akcyjnych, gdyż pokazuje wagę prawa głosu dla obrotu (co zostało już potwierdzone w ramach teorii *a new vote buying*). Eksponuje to jednocześnie fakt możliwości wywierania wpływu na spółkę publiczną, bez potrzeby budowania pozycji w oparciu o posiadane akcje.

W związku z rozważanym tematem należało także zbadać możliwość rozszczepiania praw akcyjnych w Polsce. W szczególności poddane zostały analizie i ocenie poglądy prezentowane w literaturze prawniczej. Na ich podstawie zostały wyznaczone granice przypadków, w których może dojść do rozejścia się praw korporacyjnych i majątkowych. Dodatkowo wskazano przykłady praktyczne takich stanów (np. *record date capture* / sytuacja zastawnika i użytkownika akcji, czy wykorzystywanie pośredniczącego podmiotu trzeciego). Ich określenie miało doniosłe znaczenie z perspektywy oceny szczelności właściwych regulacji z zakresu obowiązków notyfikacyjnych i wezwaniowych.

Ponadto, przeanalizowano sytuacje ujęte przez teorię *a new vote buying*, czyli oddzielania ryzyka ekonomicznego związanego z posiadaniem akcji od uprawnień do wykonywania prawa głosu. Wykazano, że stanowi to jeden z wariantów rozszczepiania praw akcyjnych, gdyż prowadzi do tworzenia sytuacji, w których prawa majątkowe przysługują *de facto* innemu podmiotowi niż właściciel akcji. Skutkuje to pojawieniem się osób dysponujących tzw. „głosami pustymi” (osoby te nie cechują się interesem ekonomicznym związanym ze spółką publiczną). Dodatkowo uczestnik rynku ponoszący ryzyka związane z papierami wartościowymi (nie będący równocześnie właścicielem akcji), zazwyczaj posiada uprzywilejowaną pozycję względem możliwości nabycia akcji oraz może wywierać pośredni wpływ na spółkę (*hidden owner*). Te konstrukcje tworzą jakościowo nowe stany faktyczne, które mogą wymykać się sytuacjom dotychczas regulowanym przez obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe.

W przypadku skutku wywieranego przez schematy prowadzące do rozszczepiania praw akcyjnych, koniecznym było przeanalizowanie ram polskich regulacji dotyczących obowiązków notyfikacyjnych oraz wezwaniowych. W tym zakresie można stwierdzić, że analizowana problematyka została częściowo zaadresowana – poprzez art. 87 UOP dotyczący sytuacji zaliczania prawa głosu w sytuacjach, gdy beneficjent nie jest bezpośrednim właścicielem akcji (a jednocześnie może wywierać wpływ na sposób wykonywania prawa głosu). Ponadto przepis art. 69b UOP rozszerzył zakres obowiązków notyfikacyjnych na posiadaczy instrumentów finansowych. Jednak, mimo istniejących regulacji, wydaje się, że problematyka rozszczepiania praw została tylko częściowo uwzględniona w ramach polskich regulacji. Analiza wykazała również, że regulacje te mogą cechować się dużym poziomem niepewności interpretacyjnej lub nieadekwatnością do celów realizowanych przez art. 69 i 73 UOP. W tym temacie należy w szczególności zwrócić uwagę na funkcjonującą definicję działania w porozumieniu.

Ze względu na potrzebę weryfikacji potencjalnych możliwości zwiększenia zakresu obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji przeprowadzono analizę mechanizmów funkcjonujących w innych jurysdykcjach (we Francji, Niemczech i Stanach Zjednoczonych). Pozwoliło to na określenie rozwiązań, których wdrożenie w Polsce mogłoby okazać się korzystne. Wśród nich należy wyróżnić konstrukcje dotyczące przypisania łańcuchowego, zakresu obowiązków wezwaniowych (tj. objęcie obowiązkami wezwaniowymi stanów posiadania instrumentów finansowych –

funkcjonujące we Francji), notyfikacji intencji gospodarczych lub ustanowienia ogólnej klauzuli obejścia prawa.

W dysertacji podkreślono, że rozszczepianie ma doniosły wpływ na efektywność rynku (w tym jego efektywność informacyjną) oraz ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. Wynika to bowiem z faktu, iż brak notyfikacji realnego wpływu na spółkę publiczną bądź informacji dotyczących przyszłego kształtowania się struktury własności daje przewagę podmiotą posiadającym tego typu dane nad innymi uczestnikami rynku. Ponadto wywieranie wpływu pośredniego w ramach stanu faktycznego nie mieszczącego się w ramach sytuacji aktywujących art. 73 UOP, może mieć negatywne skutki dla drobnych akcjonariuszy. Zapobiega to konieczności przeprowadzenia wezwania na akcje mimo osiągnięcia rzeczywistej kontroli lub prowadzi do zaniżania ceny wykupu w ramach takiego wezwania.

Dodatkowo, w ramach pracy doktorskiej wykazano szereg schematów prowadzących do unikania analizowanych obowiązków (lub w których zastosowanie tych obowiązków jest niejasne i budzi uzasadnione wątpliwości). Potwierdziło to potrzebę korekty obecnie funkcjonujących przepisów. Dotyczy to głównie sytuacji wykorzystywania łańcuchów podmiotów pośredniczących oraz umów zobowiązaniowych, a także zakresu przypadków podlegających powinnością wezwaniowym.

Ostatecznie zaproponowano zmiany, które mają za zadanie uszczelnić system, poprawić jakość legislacji oraz dostosować zakres stosowania art. 69 i 73 UOP do sytuacji relewantnych z perspektywy celów realizowanych przez te regulacje. Na szczególną uwagę zasługuje fakt ustanowienia obowiązków notyfikacji intencji gospodarczych. Istotnym jest zwłaszcza mechanizm podawania do publicznej wiadomości interesu ekonomicznego nabywcy akcji (lub jego braku). Ponadto dostosowano definicję działania w porozumieniu (będącą dotychczas przedmiotem wielu kontrowersji i postulatów *de lege ferenda*). Koniecznym jest również wprowadzenie ogólnej klauzuli obejścia prawa, która może efektywnie doszczelnić właściwe regulacje i elastycznie ujmować nowe sposoby unikania właściwych obowiązków.

Wykaz aktów prawnych

Akty prawa polskiego

1. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 1025 ze zm.).
2. Ustawa z dnia 15 września 2001 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1577 ze zm.).
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 z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1768 ze zm.).
5. 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.).
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 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 395 ze zm.).
8. Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jedn. Dz. U. z 2022 r., poz. 2587 ze zm.).
9. 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.).
10. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst. jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 621 ze zm.).

Akty prawa unijnego

1. 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.).
2. Dyrektywa 2013/50/UE Parlamentu Europejskiego i Rady 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).

3. 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.).
4. 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.).

Akty prawa obcego

1. Amerykański kodeks Code of Federal Regulations (<https://www.ecfr.gov/> dostęp 31.08.2023).
2. Amerykańska ustawa z 1934 r. – *Securities Exchange Act* (Pub. L. No. 73-291, 48 Stat. 881).
3. 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).
4. Francuski kodeks handlowy *Code de commerce* („*Journal officiel de la République française*” z 28 sierpnia 2023 r., nr 0200).
5. Francuski kodeks *Code monétaire et financier* („*Journal officiel de la République française*” z 22 lipca 2023 r., nr 631).
6. *Règlement général de l’Autorité des marchés financiers*, tj. generalne zasady wydane przez francuski organ nadzoru nad rynkami finansowymi – AMF, dostęp online (25.09.2023):

<https://www.amf-france.org/en/eli/fr/aai/amf/rg/20230730/notes>

7. Niemiecka ustawa z dnia 26 lipca 1994 r. *Gezets über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)* (*BGBI. Jahrgang 1998 Teil I*, s. 2708 ze zm.).
8. Niemiecka ustawa z dnia 20 grudnia 2001 r. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (*BGBI. Jahrgang 2001 Teil I*, s. 3822 ze zm.).

Wykaz orzecznictwa

1. Uchwała Sądu Najwyższego (7) z dnia 18 września 2013 r., o sygn. III CZP 13/13, OSNC 2014, nr 3, poz. 23.
2. Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., o sygn. P 25/02, OTK-A 2005, nr 6, poz. 65.
3. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312.
4. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 10 czerwca 2005 r., o sygn. II CK 715/04, OSP 2006, nr 5, poz. 55.
5. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 8 października 1999 r., o sygn. II CKN 496/98, OSNC 2000, nr 4, poz. 72.
6. Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 5 stycznia 2006 r., o sygn. I ACa 630/05, Apel.-W-wa 2007, nr 1, poz. 8.
7. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 października 2008 r., o sygn. III CSK 100/2008, OSNC 2009/A, poz. 30.
8. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 24 stycznia 2013 r., o sygn. II CSK 286/12, LEX nr 1293949.
9. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312.
10. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 7 października 2004 r., o sygn. II PK 35/04, OSNP 2005, Nr 11, poz. 156.
11. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2012 r., o sygn. V CSK 354/11, LEX nr 1554312.
12. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 19 stycznia 2011 r., o sygn. V CSK 223/10, LEX nr 688710.
13. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lipca 2007 r., o sygn. III CSK 26/07, OSNC 2008, nr 9, poz. 105.
14. Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 17 listopada 2011 r., o sygn. III CZP 68/11, OSNC 2012, nr 5, poz. 60.

15. Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 14 września 2005 r., o sygn. III CZP 57/05, OSNC 2006, nr 7-8, poz. 116.
16. Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 9 października 2018 r., o sygn. XVI GC 574/12, LEX nr 2675322.
17. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 czerwca 2018 r., o sygn. VI SA/Wa 22/18, LEX nr 2779963.
18. Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 10 kwietnia 1984 r., o sygn. 14/83, ECR 1984, nr 4, poz. 1891.
19. Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 13 listopada 1993, o sygn. C-106/89, ECR 1990, nr 10, poz. I-4135.
20. Wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 9 września 2021 r., o sygn. C-605/18, LEX nr 3217409.
21. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 7 kwietnia 2022 r., o sygn. II GSK 1731/18, LEX nr 3341769.
22. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 czerwca 2008 r., o sygn. VI SA/Wa 541/08, LEX nr 499934.
23. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 27 stycznia 2005 r., o sygn. VI SA/Wa 501/04, LEX nr 841523.
24. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 20 grudnia 2017, o sygn. VI SA/Wa 1295/17, LEX nr 2596356.
25. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 28 września 2017, o sygn. VI SA/Wa 386/17, LEX nr 2781613
26. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 listopada 2021 r., o sygn. VI SA/Wa 2355/21, LEX nr 3309573.
27. Wyrok Federalnego Trybunału Sprawiedliwości z dnia 29 lipca 2014 r., o sygn. II ZR 353/12, dostęp online (06.05.2023):
<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=b66c8a160cd93c21a7641668f079c191&nr=68630&pos=0&anz=1>

Bibliografia

Komentarze i monografie

1. P. Adamczewski, M. Piotrowski, *Spółka akcyjna – wybrane zagadnienia prawne i ekonomiczne*, Poznań 1994.
2. L. Angerer, S. Geibel, R. Süßmann, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, 2017.
3. P. Antoszek, *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009.
4. H-D. Assmann, R. A. Schütze, P. Buck-Heeb, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 2020.
5. F. Auckenthaler, *Droit des Marches de Capitaux*, Paryż 2004.
6. K. Bandarzewski, *Prawa akcjonariusza*, Kraków 1996.
7. J. P. Bertrel, M. Bourgeois-Bertrel, *Portage de droits sociaux*, 2015 (zaktualizowano 2021).
8. J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2022.
9. P. Błaszczyk, *Ochrona wspólnika mniejszościowego spółki zależnej*, 2013.
10. J. Brol, V. M. du Vall, W. J. Katner, A. Kidyba, E. Kiedrowicz, T. Komosa, C. Kosikowski, K. Kruczalak, E. Nowińska, W. Opalski, U. Promińska, W. Pyziół, A. P. Skoczylas, J. Frąckowiak, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2001.
11. J. Brol, *Zabezpieczenie i egzekucja wierzytelności pieniężnych*, Warszawa 1994.
12. D. Carreau, H. Letréguilly, *Offres publiques: OPA, OPE, OPR – Offres publiques de prise de contrôle*, 2012 (zaktualizowano 2022).
13. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Europejskie prawo spółek. Tom II. Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej. Część 2*, Kraków 2005.

14. A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014.
15. K. Chytła, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz do zmian wprowadzonych ustawą z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw*, 2005.
16. J. C. Coffee, D. Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 2015.
17. P. H. Conac, *Franchissement de seuil – Franchissements de seuils légaux dans une société cotée sur un marché réglementé*, 2013 (zaktualizowano 2020).
18. K. Cuthbertson, *Quantitative Financial Economic. Stocks, bonds and foreign Exchange*, Chichester 1996.
19. W. Czapliński, *Znaczenie Orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w procesie rozwoju prawa europejskiego*, Warszawa 2021.
20. R. Czerniawski, *Akcjonariusz*, Warszawa 2010.
21. R. Czerniawski, *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej – Komentarz*, Warszawa 2001.
22. R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, 2002.
23. R. Czerniawski, *Zarząd spółki akcyjnej*, Warszawa 2008.
24. A. Damodaran, *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, Nowy Jork 2002.
25. J. Dąbrowska, *Zaskarżanie uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, 2016.
26. P. Didier, *Droit commercial*, Paryż 1993.
27. F. Drinhausen, H.-M. Eckstein, *Beck'sches Handbuch der AG*, 2018.
28. M. Dumkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020.

29. M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak, J. Szczotka, *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie*, tom I, Warszawa 2020
30. M. Dyl, A. Chłopecki, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014.
31. K. Dziennik, M. Fedorowicz, T. Jaranowski, W. Kapica, J. Majcher, M. Mataczyński, A. Michór, A. Rycerski, M. Saczywko, O. Skibiński, A. Skoczyła, M. Stańczyk, J. Stranz, R. Zawłocki, T. Sójka, M. Godlewski, *Obrót instrumentami finansowymi. Komentarz*, 2022.
32. T. Dziurzyński, Z. Fenichel, M. Honzatko, *Kodeks handlowy. Komentarz*, Łódź 1992.
33. F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1996.
34. V. Emmerich, M. Habersack, *Aktien- und GmbH-Group Law*, 2022.
35. M. Engeleit, *Wirtualne walne zgromadzenie*, 2009.
36. T. Ereciński, H. Pietrkowski, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz. Tom V. Postępowanie egzekucyjne*, Warszawa 2016.
37. M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Warszawa 2015.
38. M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczyła, R. Zawłocki, T. Sójka, *Komentarz do ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, Warszawa 2015.
39. K. Flaga-Gieruszyńska, A. Zieliński, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, Warszawa 2022.
40. B. François, *Admission sur les marchés financiers, offre au public de titres financiers, placement privé et financement participatif – Statut résultant de la sollicitation des investisseurs*, 2016 (zaktualizowano 2022).

41. M. Fras, *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II. Własność i inne prawa rzeczowe (art. 126-352)*, Warszawa 2018.
42. J. Frąckowiak, *Kodeks spółek handlowych po 15 latach obowiązywania*, 2018.
43. J. Frąckowiak, A. Kidyba, K. Kopaczyńska-Pieczniak, M. Michalski, A.J. Witosz, *Kodeks spółek handlowych, t. III, Komentarz do art. 301–490*, Warszawa 2020.
44. R. Francioni, R.A. Schwartz, *Equity Markets in Transition*, 2017.
45. M. Fras, M. Habdas, *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania. Część ogólna (art. 353-534)*, Warszawa 2018.
46. Ł. Gasiński, *Granice swobody kształtowania statutu spółki akcyjnej*, Warszawa 2014.
47. Ł. Gasiński, *Umowy akcjonariuszy co do sposobu wykonywania prawa głosu w prawie polskim i amerykańskim*, 2016.
48. M. Glicz, *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018
49. E. Gniewek, P. Machnikowski, *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2021.
50. W. Goette, M. Habersack, S. Kalss, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 2019.
51. H. Gronkiewicz-Waltz, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013.
52. J. Grykiel, J. Haberko, K. Mularski, *Ius civile vigilantibus scriptum est. Księga jubileuszowa Profesora Adama Olejniczaka, red. prof. dr hab. Joanna Haberko*, 2022
53. K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009.
54. T. L. Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulations*, tom 2, St. Paul 2002.
55. A. Herbet, *Obrót udziałami w spółce z o.o.*, 2007.
56. O. Horwath, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do zmian wprowadzonych ustawą z dnia 15 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, 2010.
57. M. Iwanicz-Drozdowska, *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, Warszawa 2002.

58. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, *Inwestycje finansowe i ubezpieczeniowe – tendencje światowe a polski rynek*, Wrocław 2002.
59. A. Jakubecki, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz aktualizowany. Tom II. Art. 730-1217*, 2019.
60. J. Jankowski, *Kodeks postępowania cywilnego. Tom II. Komentarz. Art. 730-1217*, Warszawa 2019.
61. Z. Jara, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2023.
62. D. Joost, L. Strohn, *HGB Handelsgesetzbuch*, 2020.
63. J. Kaczkowski, *Polskie prawo o spółkach akcyjnych*, Poznań 1929.
64. S. Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK*, Oxford 2004.
65. A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do art. 301-633 Kodeksu spółek handlowych*, 2023.
66. A. Kidyba, *Meritum. Prawo spółek 2013*, 2013.
67. A. Kidyba, *Spółka akcyjna*, 2008.
68. A. Kidyba, K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością*, Warszawa 2013.
69. J. Koch, U. Hüffer, *Aktiengesetz: AktG*, 2023.
70. I. Komarnicki, *Prawo akcjonariusza do udziału w zysku*, 2014.
71. A. Kondracka, *Charakter prawny akcji*, Białystok 1999.
72. K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Korporacja. Elementy konstrukcji prawnej*, Warszawa 2019.
73. K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Ustanie członkostwa w spółce z o.o.*, Kraków 2002.
74. D. Kornobis-Romanowska, J. Łacny, *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Komentarz. Tom III*, Warszawa 2012.
75. M. Kosiorkiewicz, *Podwyższanie kapitału akcyjnego w publicznych spółkach akcyjnych*, Kraków 1999.
76. G. Kozieł, *Przeniesienie praw i obowiązków wspólników w handlowych spółkach osobowych. Uwagi na gruncie regulacji art. 10 KSH*, Kraków 2006.

77. K. Kruczalak, J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Opalski, W. Popiołek, W. Pyziół, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2001.
78. 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*, 2006.
79. F. M. Laprade, *Contentieux boursier: abus de marché et autres manquements*, 2017 (zaktualizowano 2023).
80. A. Lecourt, *Groupe de sociétés – Fonctionnement du groupe de sociétés*, 2021 (zaktualizowano 2023).
81. S. Lerman-Balsaux, *Wybór prawa dla zobowiązań umownych na gruncie rozporządzenia Rzym I*, Warszawa 2022.
82. L. Lipiec, *Finanse publiczne. Komentarz*, 2008.
83. R. Makowski, *Zastaw finansowy na akcjach*, Warszawa 2020.
84. R. Manikowski, *Egzekucja z akcji na okaziciela*, Poznań 1994.
85. M. Manowska, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz. Tom II. Art. 478-1217*, Warszawa 2021.
86. C. B. Martysz, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015.
87. M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011.
88. P. Mazur, *Uprawnienia i obowiązki akcjonariusza względem pozostałych akcjonariuszy wynikające ze stosunku spółki*, Warszawa 2021.
89. P. Mäntysaari, *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law: Volume III*, 2010.
90. M. Michalski, *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Kraków 2004
91. M. Michalski, *Powszechna dematerializacja akcji. Modernizacja konstrukcji spółki akcyjnej*, Warszawa 2021.
92. M. Michalski, *Spółka Akcyjna*, 2015.

93. M. Michalski, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014.
94. A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, 2009.
95. N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation (Oxford European Union Law Library)*, Oksford 2016.
96. J. Napierała, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2006.
97. J. P. Naworski, K. Strzelczyk, R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2012.
98. J. Nowakowski, T. Famulska, *Stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego*, Warszawa 2008.
99. Z. Ofiarski, *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013.
100. A. Olejniczak, Z. Radwański, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2021.
101. E. Olszak, A. Plutecki, KNF, *Obowiązki notyfikacyjne akcjonariuszy związane ze zmianami udziałów w ogólnej liczbie głosów oraz osób pełniących obowiązki zarządcze w spółkach publicznych – Część I*, Warszawa 2018.
102. A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010.
103. A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III A*, Warszawa 2016.
104. A. Opalski, *Kodeks spółek handlowych. Tom III B*, Warszawa 2016.
105. A. Opalski, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, 2008.
106. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010.
107. K. Pietrzykowski, *Kodeks Cywilny. Komentarz*, 2021.
108. C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa, 2003.
109. W. Popiołek, *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010.
110. W. Popiołek, J. A. Strzępka, E. Zielińska, *Kodeks spółek handlowych Komentarz. Orzecznictwo*, Warszawa 2002.

111. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, tom 58, nr 1-2, s. 3-27.
112. A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie Polskim i Europejskim*, 2016.
113. W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo Spółek*, 2019.
114. W. Pyził, J. Frąckowiak, W. Popiołek, A. Witosz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008.
115. A. Radwan, *Prawo poboru w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2002.
116. A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004.
117. T. Regucki, *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Warszawa 2018.
118. W. G. Ringe, *The Deconstruction of Equity: Activist Shareholders, Decoupled Risk, and Corporate Governance*, Oxford 2016
119. M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2018.
120. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, 2004.
121. B. Sarzalski, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do zmian wprowadzonych ustawą z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, 2009.
122. C. M. Sautter, *Tender Offers and Disclosure: The History and Future of the Williams Act*, 2015.
123. F. A. Schäfer, U. Hamann, *Kapitalmarktgesetze*, 2006.
124. D. Schmidt, N. Rontchevsky, *Action de concert – Notion d'action de concert*, 2012 (zaktualizowano 2022).
125. M. Schüppen, B. Schaub, *Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht*, 2018.

126. E. Schwark, D. Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 2020.
127. H. Shepherd, T. Möllers, K. Altenhain, H. Baum, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2014.
128. K. Skawiańczyk, *Podwyższenie kapitału zakładowego w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Warszawa 2009.
129. J. Socha, *Rynek. Giełda. Inwestycje*, Warszawa 1998.
130. J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003.
131. S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych. System Prawa Prywatnego. Tom 17A*, Warszawa 2015.
132. S. Sołtysiński, *Prawo spółek kapitałowych. System Prawa Prywatnego. Tom 17B*, Warszawa 2016.
133. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, Warszawa 1997.
134. S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301-490. Tom III*, Warszawa 2013.
135. J. P. Sortais, *Protection des minoritaires: droit boursier*, 2001 (zaktualizowano 2010).
136. T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.
137. G. Spindler, E. Stilz, *Kommentar zum Aktiengesetz*, 2019.
138. M. Stanik, *Zasada przejrzystości stosunków korporacyjnych w polskim prawie grup spółek*, Warszawa 2017.
139. D. Stanković, *Challenges To The Takeover Early Warning System In The Eu: The Case Of Germany*, 2014.
140. M. Stec, *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4*, 2016.
141. J. Strzępka, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2015.

142. S. Syp, A. Stokłosa, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, wyd. 2, Warszawa 2021.
143. A. Szajkowski, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2005.
144. A. Szajkowski, *System prawa prywatnego, tom 16: Prawo spółek osobowych*, Warszawa 2008.
145. A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2004.
146. T. Szanciło, *Kodeks postępowania cywilnego. Tom I–II. Komentarz*, 2019.
147. A. Szczepańska, *Zasada nierozszczepialności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2020.
148. A. Szumański, *Prawo papierów wartościowych. System Prawa Prywatnego. Tom 19*, 2006.
149. A. Szumański, *Prawo spółek handlowych. Tom 2B System Prawa Handlowego*, 2019.
150. R. F. Szymański, *Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2019.
151. R. F. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013.
152. M. Tarska, *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Istota. Ustrój. Funkcjonowanie*, Warszawa 2003.
153. J. G. de Tocqueville, S. Puel, E. Boujard, *OPCVM – Règles relatives à l'organisation et la composition des actifs des OPCVM*, 2013 (zaktualizowano 2021).
154. P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011.
155. D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Warszawa 2009.
156. D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, 2007.
157. M. Wierzbowski, M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji spółek publicznych*, 2002.

158. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, 2012.
159. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Wyd. 3, Warszawa 2018.
160. A. W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny, tom III, Spółka akcyjna*, Warszawa 1993.
161. T. Wiśniewski, *Egzekucja z udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Zielona Góra 1994.
162. S. Włodyka *Prawo papierów wartościowych. Prawo gospodarcze handlowe, t. 4*, Warszawa 2004.
163. S. Włodyka, *System prawa handlowego, t. 1: Prawo handlowe – Część ogólna*, Warszawa 2009.
164. A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2020.
165. K. Wosiak, *Legitymacja uprawnionego z akcji*, Warszawa 2021.
166. J. Wouters, P. van Hooghten, M. Bruyneel, *The European Takeover Directive: A commentary*, Oxford 2009.
167. K. Vanneste, *Decoupling Economic Rights from Voting Rights: A Threat to the Traditional Corporate Governance Paradigm*, "European Business Organization Law Review" 2014.
168. R. Veil, *European Capital Markets Law*, 2022.
169. R. Veil, *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Commission Proposals to Reform Transparency*, 2012.
170. P. Zdanikowski, *Prawo udziałowe w spółce z o.o.*, 2011.

Artykuły naukowe

1. J. Akimenkow, *Spółka giełdowa a spółka publiczna – podstawy normatywne dystynkcji oraz koncepcje reformy nominalowego kapitału zakładowego*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2018, nr 9, s. 55-57.

2. E. Armson, *The Australian Takeovers Panel and Judicial Review of its Decisions*, "Sydney Law School, Legal Studies Research" 2006, nr 06/34, s. 327-358.
3. N. Baranowska, *Stosowanie wykładni zgodnej z prawem unijnym w sporach horyzontalnych w razie nieprawidłowej implementacji dyrektywy*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2018, nr 2, s. 4-14.
4. J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, „Virginia Law Review” 2013, tom 99, nr. 6, s. 1103-1167.
5. J. M. Barry, J. W. Hatfield, S. D. Kominers, *Shareholder Decisionmaking in the Presence of Empty Voting and Hidden Ownership*, "San Diego Legal Studies" 2014, nr 14-161. Dostęp online (15.05.2023):
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447097
6. J. Bąk, K. Oplustil, *Ius cogens w prawie spółki akcyjnej – analiza prawno-ekonomiczna*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2007, nr 2, s. 141-194.
7. J. Bąk, K. Sajewski, *Nowa dyrektywa przejrzystości*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 11, s. 4-9.
8. D. Bertaccini, *To Disclose Or Not To Disclose? Csx Corp., Total Return Swaps, And Their Implications For Schedule 13d Filing Purposes*, "Cardozo Law Review" 2009, tom 31, nr 1, s. 267-296.
9. J. Bethel, J. P. Liebeskind, T. Opler, *Block Share Purchases and Corporate Performance*, „Journal of Finance” 1998, tom 53, nr 2, s. 605-634.
10. M. Bielecki, *Podstawowe przejawy obowiązywania zasady lojalności*, "Prawo Spółek" 2005, nr 4, s. 10-27.
11. P. Bielski, *Przymusowy wykup akcji drobnych akcjonariuszy a natura spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2001, nr 11, s. 11-19.
12. B. S. Black, H. T. C. Hu, *Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, "European Financial Management Journal" 2008, tom 14, s. 663-709.

13. B. S. Black, H. T. C. Hu, *Debt and Hybrid Decoupling: An Overview*, "M&A Lawyer" 2008, tom 12, nr 4, s. 3-10.
14. B. S. Black, H. T. C. Hu, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, "Business Lawyer" 2006, tom 61, s. 1011-1070.
15. B. S. Black, H. T. C. Hu, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, „University of Pennsylvania Law Review” 2008, tom 156, s. 625-739.
16. B. S. Black, H. T. C. Hu, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, „Journal of Corporate Finance” 2007, tom 13, s. 343–367.
17. B. S. Black, H. T. C. Hu, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, "Southern California Law Review" 2006, tom 79, s. 811-908.
18. P. Błaszczak, *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 8, s. 21-30.
19. P. Błaszczak, *Obowiązek lojalności wspólników i akcjonariuszy w grupach spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 8, s. 18-24.
20. T. W. Briggs, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis*, "Journal of Corporation Law" 2007, tom 32, nr 4, s. 681-738.
21. A. Chłopecki, *Materialnoprawne i legitymacyjne skutki tzw. record date*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 6, s. 22-26.
22. A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 1, 17-28.
23. R. J. Colombo, *Effectuating Disclosure Under the Williams Act*, "Catholic University Law Review" 2011, tom 60, nr 2, s. 313-356.
24. T. Czech, *Obrona wierzyciela przed „rozwodnieniem” zajętych udziałów w spółce z o.o. Glosa do wyroku SN z 30.01.2009 r., II CSK 355/08*, „Glosa” 2010, nr 4, s. 15-24.

25. E. Čulinović-Herc, A. Zubović, *Tackling Empty Voting in the EU: the Shareholders*, „Croatian Yearbook of European Law & Policy” 2015, tom 11, nr 1, s. 133-160.
26. G. Domański, M. Goszczyk, *Prawo poboru a subemisja*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 7, s. 4-10.
27. K. Falkiewicz, K. Kwaśnicki, *Skutki zajęcia udziałów spółki z ograniczoną odpowiedzialnością – polemika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr. 5, s. 51-54.
28. E. Fama, *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, nr 2, s. 383-417.
29. F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, „Virginia Law Review” 1984, tom 70, s. 669-715.
30. G. Ferrarini, G. P. Miller, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, „Cornell International Law Journal” 2009, tom 42, nr 3, s. 301-334.
31. J. Frąckowiak, *Zastaw na akcjach*, „Rejent” 1995, nr 1, s. 11-33.
32. B. Garlacz, *Wrocie przejęcia w świetle nowych regulacji prawa polskiego i XIII Dyrektywy WE – analiza porównawcza*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 22, s. 1204-1213.
33. Ł. Gasiński, *Dopuszczalność wyłączenia prawa do zysku w statucie spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 10, s. 5-9.
34. Ł. Gasiński, *Dopuszczalność zaciągania zobowiązań co do sposobu wykonywania prawa głosu w spółce z o.o. oraz podstawa normatywna dochodzenia ich wykonania. Glosa do wyroku s.apel. z dnia 5 stycznia 2006 r., I ACa 630/05*, „Glosa” 2010, nr 1, s. 55-61.
35. Ł. Gasiński, *Z problematyki udzielania nieodwołalnego pełnomocnictwa do głosowania na walnym zgromadzeniu w związku z przedwstępną umową zbycia akcji. Glosa do wyroku SN z dnia 6 lipca 2012 r., V CSK 354/11*, LEX/el. 2014.
36. Ł. Gasiński, J. Modrzejewski, J. Okolski, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 8, s. 2-14.

37. F. Gegler, *Die Einzelfallausnahme des übernahmerechtlichen Acting in Concert*, „Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht” 2020, nr 24, s. 931-936.
38. K. Giglia, *A Little Letter, A Big Difference: An Empirical Inquiry Into Possible Misuse Of Schedule 13g/13d Filings*, “Columbia Law Review” 2016, tom 116, nr 1, s. 105-145.
39. R. Gilson, R. R. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, „Virginia Law Review” 1984, tom 70, nr 4, s. 549-644.
40. Ł. Gładki, *Nabywanie warrantów subskrypcyjnych a obowiązki informacyjne dotyczące znacznych pakietów akcji spółki publicznej*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2015, n 1, s. 31-52.
41. M. Goszczyk, *Powstanie praw akcyjnych i akcji (I)*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 10, s. 15-24.
42. M. Grotowski, K. Wyroba, *Efektywność informacyjna polskiego rynku walutowego – analiza wstępna*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 1, s. 65-79.
43. P. Hajduk, P. Kuźnicki, *Zgodność regulacji prawnej działania w porozumieniu (acting in concert) z przepisami prawa Unii Europejskiej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 3, s. 53-58.
44. D. Horcher, K. Kovacs, *Die Reichweite der Stimmrechtszurechnung wegen Acting in Concert nach dem BGH-Urteil v. 25.9.2018 (II ZR 190/17)*, „Deutsches Steuer-recht” 2019, nr. 8, s. 388-392.
45. O. Horwath, K. Oplustil, *Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu w świetle prawa polskiego i wspólnotowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 8, s. 16-23.
46. H. T. C. Hu, *Financial innovation and governance mechanisms: The evolution of decoupling and transparency*, “Business Lawyer” 2015, tom 70, nr 2, s. 347-405.
47. S. Huczek, *Komunalne papiery wartościowe na rynku regulowanym*, „Finanse Komunalne” 2007, nr 4, s. 18-25.

48. J. Jastrzębski, *O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego – zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 2, s. 9-15.
49. J. Jastrzębski, *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 9, s. 9-15.
50. C. Kannangara, *Who's Afraid of the Big Bad Wolf? A Comparative Analysis of the Shareholder Disclosure Requirements in the United States, the United Kingdom and New Zealand*, “New Zealand Business Law Quarterly” 2019, tom 25, nr 3, 153-176.
51. A. Kidyba, *Zasada lojalności stron stosunków cywilnoprawnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 9, s. 10-16.
52. N. Kobyłka, A. Pęczyk, *Skutki zajęcia udziałów w spółce z o.o. – wykonywanie przez wierzyciela uprawnień korporacyjnych na podstawie kodeksu postępowania cywilnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 3, s. 12-17.
53. A. Kondracka, *Prawo do rozporządzania akcjami przez akcjonariusza*, „Prawo Spółek” 2000, nr 2, s. 4–10.
54. M. Korniluk, R. L. Kwaśnicki, *Praktyczne aspekty prawne pełnomocnictw do udziału w zgromadzeniach spółek kapitałowych po nowelizacji z 3.08.2009 r.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 9, s. 16-25.
55. J. Kuropatwiński, *Zbycie udziału w spółce osobowej. Aspekty prywatnoprawne*, „Prawo Spółek” 2000, nr 9, s. 4-17.
56. R. T. Law, *The Derailment of Section 13(D) Liability after CSX v. Children's Investment Fund: An Argument for Maintaining the Beneficial Ownership Requirement for Section 13(D) Disclosure*, Catholic „University Law Review” 2009, tom 59, nr 1, s. 259-288.
57. C. Linke, L. Lichtenberg, *Die Mitteilungspflicht nach § 43 Abs. 1 Satz 1 WpHG bei Über- und Unterschreiten eines Schwellenwerts innerhalb der Meldefrist*, „Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht” 2023, nr 3, s. 545-549.

58. M. Maciąg, B. Sobowska, *Natura prawna akcji niemych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 5, s. 20-28.
59. J. Majewski, *Odpowiedzialność karna za naruszenie obowiązku dyskrecji w obrocie papierami wartościowymi*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 9, s. 20-31.
60. C. S. Maravill, *Reopening the Loophole – Beneficial Ownership under 13(d) of the 1934 Securities Act after Rosenberg v. XM Ventures*, „Charleston Law Review” 2008, tom 3, nr 1, s. 145-174.
61. H. Marjosola, *Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach*, „European Law Review” 2014, tom 39, nr 3, s. 338-361.
62. M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania uprawnień udziałowych z akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 5, s. 35-42.
63. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1, s. 4-11.
64. M. Michalski, *Prawa do akcji*, cz. II, „Monitor Prawniczy” 1998, nr 9, s. s. 341-347.
65. M. Michalski, *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 6, s. 3-13.
66. I. B. Mika, J. Szwaja, *Wpływ zabezpieczenia roszczenia przez zajęcie praw z akcji na wykonywanie tych praw przez akcjonariusza*, „Prawo Spółek” 2000, nr 5, s. 4-14.
67. W.H. Mikkelson, R.S. Ruback, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, „Journal of Financial Economics” 1985, nr 15, s. 523–553.
68. P. Modrzejewski, A. Potasz, *Umorzenie dokumentów akcji a obowiązek ich dematerializacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 7, s. 32-38.
69. J. Napierała, *Nakaz dochowania lojalności przez podmioty stosunku korporacyjnego spółki jako klauzula generalna?*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 9, s. 50-57.

70. J. Napierała, *Uwagi na temat wykładni prawa krajowego zgodnej z dyrektywami europejskiego prawa spółek*, „Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego” 2008, nr 3, s. 347-364.
71. A. Nowacki, *Zaliczka na poczet przewidywanej dywidendy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 11, s. 32-40.
72. J. Okolski, D. Wajda, *Pełnomocnictwo do udziału w walnym zgromadzeniu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 5, s. 14-20.
73. K. Oleszczuk, A. Zeuschner, *Umowy inwestycyjne w świetle porozumień dotyczących nabywania akcji – glosa do wyroku Sądu Najwyższego z 16.09.2016 r., IV CSK 748/15*, „Monitor Prawniczy” 2017, nr 19, s. 40-42.
74. K. Oplustil, *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, „Przegląd Legislacyjny” 2005, nr 3-4, s. 43–60.
75. K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim uwagi de lege lata i de lege ferenda (cz. I)*, „Prawo spółek” 2006, nr 5, s. 10-19.
76. K. Oplustil, *O potrzebie proeuropejskiej wykładni polskiego prawa spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 9, s. 4-15.
77. K. Oplustil, *Pełnomocnictwo do występowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych ustawą z 5.12.2008 r.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 11, s. 4-12.
78. K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 5, s. 14-24.
79. K. Oplustil, J. Sokołowski, *Wykorzystanie Internetu przy organizacji i przeprowadzeniu walnego zgromadzenia akcjonariuszy (cz. II)*, „Prawo Spółek” 2003, nr 2, s. 14-22.
80. T. Papadopoulos, *Screening of Foreign Direct Investments Through European Company Law*, YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions 2020, tom 1, s. 677-723.

81. M. Pazdan, *Kodeks spółek handlowych a kodeks cywilny*, "Państwo i Prawo" 2001, nr 2, s. 28-36.
82. A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej, cz. 1*, „Prawo Spółek 2010”, nr 3, s. 20-31.
83. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Wykonywanie prawa głosu i zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia*, „Prawo Spółek” 2009, nr 10, s. 13-22.
84. A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Wytoczenie powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały wspólników przez wierzyciela*, „Monitor Prawniczy” 2012, nr 12, s. 693-697.
85. W. Popiołek, *Rozporządzanie akcjami rejestrowymi spółek niepublicznych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2020, nr. 5, s. 3-13.
86. W-G. Ringe, *Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union*, “Oxford Legal Studies Research Paper” 2012 nr 52, s. 2-66.
87. A. Radwan, *Aktualna i przyszła regulacja wykupu akcji drobnych akcjonariuszy w polskim i europejskim prawie spółek*, „Przegląd Legislacyjny” 2003, nr 6, s. 29-56.
88. A. Radwan, *Regulacja przymusowego wykupu akcji drobnych akcjonariuszy – uwagi de lege ferenda*, „Monitor Prawniczy” 2003, nr 11, s. 500-505.
89. T. Regucki, *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji – uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2012, nr 3, s. 69-86.
90. R. Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, „The Yale Law Journal”, tom 107, nr 8, s. 2359-2430.
91. M. Romanowski, *Podział praw podmiotowych na majątkowe i niemajątkowe*, „Państwo i Prawo” 2006, nr 3, s. 24-38.
92. M. Romanowski, *Prawo do akcji – nowy instrument finansowy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1998, nr 8, s. 1-10.

93. M. Romanowski, *Nabywanie znacznych pakietów akcji własnych spółek publicznych, glosa do uchwały SN z dnia 27 marca 2003 r., I KZP 6/03*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2004, nr 5, s. 36-41.
94. M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2009, nr 3, s. 10-16.
95. W. Rowiński, *Nakaz dokonywania wykładni prounijnej jako dyrektywa wykładni systemowej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2016, zeszyt 1, s. 99-111.
96. L. V. Ryan, *Wyzwania moralne w czasach transformacji gospodarczej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1996, zeszyt 1, s. 45-58.
97. F. C. Scherr, A. Abbott, U. Dillon, *Returns to Target Shareholders from Initial Purchases of Common Shares: A Multivariate Analysis*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1993, tom 32, nr 4, s. 66-78.
98. T. Seretakis, *Hedge fund activism coming to Europe: lessons from the American experience*, „Brook. J. Corp. FIN. & COM.” 2014, tom 8, s. 438-469.
99. M. Smyk, *Wpływ podstawy pełnomocnictwa na wykonywanie przez pełnomocnika umocowania. Glosa do wyroku SN z dnia 7 października 2004 r., II PK 35/04*, „Glosa” 2007, nr 5, s. 131-139.
100. T. Sójka, *Charakter prawny świadectw użytkowych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 10, s. 33-41.
101. K. E. Sørensen, M. Neville, *Suspension of the exercise of voting rights – a step towards deterrent and consistent sanctioning of EU transparency requirements?*, „Nordic & European Company Law” 2017, nr 16-25, s.1-21.
102. T. Staranowicz, *Recenzja książki M. Michalski, Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2005, nr 9, s. 57-58.
103. J. Stranz, *Ochrona prawa akcjonariuszy do informacji w niepublicznej spółce akcyjnej*, „Monitor Prawniczy” 2021, nr 6, s. 303-308.
104. B. T. Sullivan, *CSX Corp v. Children 's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership*, „Northern Carolina Law Review” 2019, tom 89, nr 4, s. 1300-1319.

105. R. Szczepaniak, *Bezskuteczność względna czynności prawnej jako skutek nadużycia prawa do posługiwania się formą osoby prawnej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2009, nr 1, s. 47-54.
106. P. M. Szelenbaum, *Działanie w porozumieniu w spółce publicznej*, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 4, s. 51-66.
107. J. Szewczyk, *Obowiązki notyfikacyjne związane z obrotem instrumentami finansowymi*, „Monitor Prawa Handlowego” 2021, nr 2, s. 6-15.
108. J. Szewczyk, *Progowe obowiązki notyfikacyjne*, „Monitor Prawniczy” 2020, nr 9, s. 450-455.
109. J. M. Szewczyk, *Raportowanie znacznych pakietów głosów w grupie kapitałowej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2020, nr 11, s. 53-58.
110. A. Szpunar, *Akcje jako papiery wartościowe*, „Państwo i Prawo” 1993, nr 11–12, s. 13-21.
111. R. F. Szymański, *Liberalizacja obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych w świetle nowelizacji ustawy o ofercie publicznej z 26.01.2017 r.*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2017, nr 4, s. 15-22.
112. R. F. Szymański, *Naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2020, nr 6, s. 46-58.
113. R. F. Szymański, *Wina jako kryterium oceny naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych na potrzeby zastosowania sankcji z art. 89 u.o.p.*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2020, nr 8, s. 19-33.
114. M. Tajer, *Kształtowanie treści statutu spółki akcyjnej*, „Przeгляд Sądowy” 2007, nr 12, s. 11-18.
115. W. R. Tevlin, *The Conscious Parallelism of Wolf Packs: Applying the Antitrust Conspiracy Framework to Section 13(d) Activist Group Formation*, “Fordham Law Review” 2016, tom 84, nr 5, s. 2335-2379.
116. R. Trzaskowski, *Właściwość (natura) zobowiązaniowego stosunku prawnego jako ograniczenie zasady kształtowania treści umów*, „Kortowski Przeгляд Prawniczy” 2000, nr 2, s. 337-368.

117. R. Uliasz, *Glosa do wyroku s.apel. z dnia 5 stycznia 2008 r., I ACa 630/05*, LEX/el. 2008.
118. P. Wajda, *Stanowisko KNF w zakresie realizacji obowiązków wezwaniowych z ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do organizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2022, nr 2, s. 10-21.
119. M. Wołangiewicz, *Typologia przejęć spółek publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2018, nr 3, s. 27-31.
120. R. Woźniak, *Rozdzielność majątkowa małżonków a domniemanie istnienia porozumienia – glosa do wyroku Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z 27.02.2020 r., VI SA/Wa 884/19*, „Glosa” 2022, nr 3, s. 24-32.
121. K. Zacharzewski, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, „Państwo i Prawo” 2009, nr 9, s. 112-114.
122. A. Zanoni, *Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, „Global Jurist” 2009, tom 9, nr 4, s. 1-38.
123. D. Zetsche, *Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – Matter of Law or Enforcement?*, „European Business Organization Law Review” 2008, tom 10, 2009, nr 39, s. 1-38.
124. D. Zetsche, *Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental*, „European Business Organization Law Review” 2009, tom 10, nr 1, s. 115-147.
125. P. Zdanikowski, *Glosa do uchwały SN z dnia 14 września 2005 r., III CZP 57/05*, „Palestra” 2006, nr 3-4, s. 291.

Pozostałe pozycje

1. BaFin, *FAQ zu den Transparenzpflichten des WpHG in den Abschnitten 6 (§§ 33 ff.) und 7 (§§ 48 ff.)*.
2. CESR, *Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, 2010.

3. Continental AG, *Continental AG confirms first conversation about possible investment by Schaeffler-Group*, komunikat prasowy, 14 lipiec 2008.
4. T. Croft, Mylan: King Deal Doomed, „DAILY DEAL” 2005.
5. ESMA, *Final Report on Draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and an indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive*, 2014.
6. ESME, *First Report on the Transparency Directive*, 2007; ESME, *Position on Article 10 of the Prospectus Directive in relation to the Transparency Directive*, 2008; ESME, *Preliminary views on the definition of "acting in concert" between the Transparency Directive and the Takeover Bids Directive*, 2008; ESME, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, 2009.
7. European Commission, *Proposal for a Directive of The European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC*, 2011.
8. European Parliament, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC (Report-A7-0292/2012)*, 2012.
9. FIN-FSA, *Market newsletter 2015, nr 2*.
10. F. Gimbel, F. Guerrero, *Henderson Stock Lending Fears— Unusually Heavy Volumes of Borrowed Shares Ahead of Decisive Vote—Critics Claim the Practice Is a Form of Market Abuse*, „FIN. TIMES (ASIA)” 2006.
11. Komunikatu z 374. Posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 listopada 2017 r. Dostęp online (15.12.2022 r.):
https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_7_11_2017_59943.pdf
12. Komunikat w sprawie nałożenia kar pieniężnych na Lubelski Chmiel Investment sp. z o.o. Dostęp online (15.02.2023):

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_nalozenia_kar_pienieznych_na_Lubelski_Chmiel_Investment_76430.pdf

13. Mazarus, *Transparency Directive Assessment Report*, 2010, przygotowany przy współpracy 21 kancelarii prawnych z różnych państw członkowskich; European Commission, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, 2010; European Securities Markets Expert Group, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, 2009.
14. A. F. McMillian, *Hong Kong Studying Voting Issues on Borrowed Shares*, "INFOVEST21 NEWS" 2006.
15. E. Sebire, B. Zabala, *Flash news capital markets | declarations of threshold crossings – assimilation of derivative financial instruments settled in cash as of October 1, 2012*, CMS Francis Lefebvre. Dostęp online (15.02.2023): <https://cms.law/fr/fra/publication/flash-info-marches-de-capitaux-declarations-de-franchissements-de-seuils-assimilation-des-instruments-financiers-derives-denoues-en-numeraire-a>
16. Słownik PWN, definicja słowa „przysługiwać”. Dostęp online (15.02.2023): <https://sjp.pwn.pl/slowniki/przys%C5%82ugiwa%C4%87.html>
17. Takeovers Panel, *In the matter of Austral Coal 02 [2005] ATP 13*, uzasadnienie decyzji w sprawie Austral Coal, z dnia 1 Lipca 2005.
18. T. Regucki, *Prawne aspekty przejęć spółek giełdowych. Analiza empiryczna*, 6 marca 2014, Prezentacja.
19. Uzasadnienie do ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2016 poz. 615), 2015.
20. Uzasadnienie projektu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (druk nr 3970), 2005.
21. Wielki Sownik Języka Polskiego, definicja słowa „dysponować”. Dostęp online (15.02.2023):

https://wsjp.pl/haslo/do_druku/7500/dysponowac

22. J. Winter, *Report of the High-Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruksela 2002.