



Uniwersytet Warszawski  
Wydział Prawa i Administracji  
Katedra Prawa Handlowego

**mgr Rafał Filip Szymański**

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

Autoreferat rozprawy doktorskiej

Promotor: Prof. dr hab. Aleksander Chłopecki

Recenzenci: Prof. dr hab. Marek Michalski

Dr hab. Tomasz Sójka, Prof. UAM

Warszawa 2020

## Spis treści

I. Temat rozprawy i uzasadnienie jego wyboru.....	2
II. Wiodące tezy badawcze rozprawy.....	5
III. Cele badawcze rozprawy.....	7
IV. Przyjęte metody badawcze.....	9
V. Struktura rozprawy i przegląd treści poszczególnych rozdziałów.....	11
VI. Główne konkluzje.....	15

### I. Temat rozprawy i uzasadnienie jego wyboru

Niniejszy autoreferat pozwolę sobie rozpocząć od swoistego frazesu, a mianowicie stwierdzenia, iż rynek giełdowy stanowi podstawowy element każdego nowoczesnego systemu gospodarczego. Nie ulega bowiem wątpliwości, że obrót na rynku giełdowym determinuje siłę ekonomiczną gospodarki, a jego efektywność stymuluje jej ogólny wzrost. Innymi słowy sprawny rynek giełdowy oznacza swoistą wartość dodaną dla każdego współczesnego systemu gospodarczego.

Niestety, nasz rodzimy rynek giełdowy – po zadowalającym okresie rozwoju w pierwszych kilkunastu latach XXI w. – zdaje się obecnie odnotowywać regres, o czym świadczą chociażby statystyki publikowane przez GPW w Warszawie, które ukazują nie tylko spadek zainteresowania inwestorów do tego rynku, objawiający się m.in. coraz mniejszą liczbą prowadzonych w Polsce rachunków inwestycyjnych, lecz także spadek liczby spółek notowanych na giełdzie, który obrazuje dosyć wyraźnie ujemny bilans liczby debiutów *vs* liczby wycofań (ang. *delisting*) na warszawskim parkiecie w latach 2017-2020.<sup>1</sup> Ów negatywny trend stanowi prawdopodobnie rezultat, z jednej strony, coraz to większego braku zaufania społeczeństwa do procesów związanych z inwestowaniem (alokacją) wypracowanych nadwyżek pieniężnych (oszczędności) w instrumenty finansowe, a z drugiej strony, konsekwencję tzw. przeregulowania rynku, tj. obciążenia inwestorów i emitentów nadmierną liczbą coraz to bardziej dokuczliwych (i kosztownych) obowiązków, wobec których dalsza aktywność na rynku giełdowym, po prostu, przestaje się opłacać.

Rzecz jasna, sama zmiana kształtu regulacji obrotu giełdowego (a nawet deregulacja) nie spowoduje *ad hoc* wzrostu atrakcyjności rynku giełdowego i, tym samym, nie odwróci

---

<sup>1</sup> Zob. Podstawowe statystyki GPW w Warszawie wg stanu na wrzesień 2020 r. – opracowanie dostępne na stronie internetowej pod adresem: <https://www.gpw.pl/podstawowe-statystyki-gpw> (dostęp: 26.10.2020 r.)

aktualnego ujemnego trendu w krótkim horyzoncie czasu (w tym celu niezbędne jest zaistnienie rozmaitych zjawisk pozaprawnych w skali makro, w szczególności, działań politycznych, gospodarczych lub kulturowych), niemniej jednak pochylenie się nad rozwiązaniami *de lege lata* odnoszącymi się do rynku giełdowego oraz ich modernizacja w tym kierunku, aby były możliwie najbardziej wyważone, jasne i dostosowane do potrzeb wynikających z praktyki obrotu są absolutnie konieczne. Regulacje normatywne mające za zadanie dyscyplinować obrót na rynku giełdowym muszą bowiem podążać za ewolucją tego rynku oraz nie mogą pozbawiać go atrybutu ekonomicznej atrakcyjności. To oznacza co najmniej, że regulacje te, z jednej strony, powinny odpowiadać potrzebie ochrony nieprofesjonalnych inwestorów, tj. gwarantować takim inwestorom minimalny poziom zabezpieczenia ich praw i interesów, a także transparentności w zakresie dostępu do informacji i możliwości wycofania się z inwestycji, zaś, z drugiej strony, nie mogą reglamentować obrotu na rynku giełdowym w sposób nadmiernie represyjny, tj. ograniczać fundamentalnych swobód transakcyjnych lub przewidywać nieproporcjonalnie dolegliwych i niezrozumiałych sankcji za ewentualne naruszenia obowiązujących przepisów.

Pośród regulacji prawnych, które charakteryzują się niebagatelnym znaczeniem dla prawidłowego funkcjonowania rynku giełdowego, a które tym samym powinny realizować opisane wyżej postulaty, wyróżnić można m.in. szczególne standardy związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych, które zostały unormowane w rozdziale 4 u.o.p.<sup>2</sup> Ponieważ dotyczą one obrotu – jak sama nazwa wskazuje – znacznymi, czyli pokaznymi, pakietami akcji, tym bardziej ich konstrukcja i treść powinny być dobrze przemyślane tak, aby spełniały stojące u ich podstaw założenia. Ich istotną rolę potęguje *notabene* fakt, że obrót znacznymi pakietami akcji spółek publicznych stanowi niezwykle ważną i intensywnie eksploatowaną płaszczyznę funkcjonowania naszego rynku giełdowego – albowiem większość spółek giełdowych notowanych na warszawskim parkiecie charakteryzuje się skoncentrowanym akcjonariatem, co stanowi swoiste pokłosie zaistniałych w Polsce przemian ustrojowych i obranych w związku z nimi kierunków procesów prywatyzacyjnych.

Niestety, przyjęte przez ustawodawcę regulacje *de lege lata* w obszarze obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych są w dużej mierze niejasne i niepełne, a co za tym idzie, coraz głośniejszy krytykowane przez środowisko rynku giełdowego. Sygnalizowane

---

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 623 ze zm.) – dalej jako „u.o.p.”.

wątpliwości dotyczą, przede wszystkim, wielu kontrowersji istniejących na tle najbardziej dolegliwej konsekwencji uchybienia obowiązkom związanym z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a mianowicie sankcji polegającej na zakazie wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji takiej spółki, zgodnie z art. 89 u.o.p.

Potrzeba pogłębionej analizy prawnej w tym zakresie, zarówno z punktu widzenia teorii prawa, jak i celem wsparcia inwestorów giełdowych, wynika więc z tych względów, że ustawodawca obciążył nabywców znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych wieloma skomplikowanymi obowiązkami, jak powinność niezwłocznego zawiadamiania o zmianach stanu posiadania (art. 69 u.o.p.) albo wymóg ogłoszenia wezwania na akcje w związku z przekroczeniem określonych ustawowo progów ogólnej liczby głosów w takich spółkach (art. 73-74 u.o.p) – zarazem milcząc na temat środków kontroli i oceny wypełniania tych obowiązków. Z kolei na skutek uchybienia tym obowiązkom, ustawodawca przewidział wobec nabywców znacznych pakietów akcji wyjątkowo dokuczliwą sankcję o charakterze korporacyjnoprawnym, tj. zakaz wykonywania prawa głosu z części lub nawet ze wszystkich posiadanych akcji, zgodnie z art. 89 u.o.p., natomiast nie sprecyzował należycie zakresu tej sankcji, a także nie określił ani trybu, ani zasad zastosowania (wdrożenia w życie – praktycznego wykonania) tej sankcji, ani skutków prawnych jej zlekceważenia przez akcjonariusza przy okazji głosowania nad uchwałami WZA spółki publicznej.

Prezentowany w rozprawie temat badawczy dotyka zatem – w ujęciu przekrojowym – konglomeratu węzłowych problemów na gruncie niedoskonałości aktualnie obowiązujących regulacji prawnych w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a przede wszystkim niedoskonałości przepisów stanowiących o sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, o której mowa w art. 89 u.o.p. Temat rozprawy wydaje się szczególnie atrakcyjny z tego względu, że diagnozuje on szereg wątpliwości o charakterze korporacyjnoprawnym, tj. dotyczących relacji mających swoje źródło w łonie spółki akcyjnej (publicznej), z którymi na skutek wspomnianych wyżej niedoskonałości *de lege lata* muszą się mierzyć w codziennym obrocie giełdowym sami nabywcy znacznych pakietów akcji oraz otoczenie spółki publicznej. Ani bowiem organy spółek publicznych, ani ich funkcjonariusze, ani tym bardziej akcjonariusze *de facto* nie wiedzą jak należy się zachować w obliczu powzięcia informacji o ziszczeniu się przesłanek uruchomienia sankcji ingerującej w prawo głosu z akcji, a sytuacja komplikuje się jeszcze bardziej wtedy, gdy informacje takie ujawniają się tuż przed otwarciem WZA lub w trakcie jego obrad. Taki stan rzeczy jest nie tylko kontrowersyjny teoretycznie, ale przede wszystkim niepożądany z punktu widzenia

bezpieczeństwa stosunków korporacyjnych panujących w spółce publicznej oraz pewności statusu prawnego zarówno nabywców znacznych pakietów jej akcji, jak i pozostałych jej akcjonariuszy (mniejszościowych).

Swoisty asumpt do wyboru tematu rozprawy dała zatem obserwacja praktyki obrotu giełdowego i identyfikacja problemów o charakterze korporacyjnoprawnym, na jakie ta praktyka napotyka, w szczególności, w sytuacji naruszenia obowiązków spoczywających na nabywcach znacznych pakietów akcji. Nie mniej istotnym powodem wyboru tematu rozprawy była jednocześnie odważna chęć rozstrzygnięcia tych problemów w celu wsparcia najbardziej zainteresowanych tą materią, czyli kapitałodawców oraz kapitałobiorców (emitentów), w podejmowaniu prawidłowych decyzji na forum obrotu giełdowego i w ramach funkcjonowania organizacji, jaką jest spółka publiczna, a – w ostatecznym rozrachunku – w ambitnym celu przyczynienia się, chociażby w minimalnym stopniu, do odwrócenia spadkowego trendu parametrów i statystyk GPW w Warszawie. W ten sposób wybór tematu badawczego cechowała nie tylko chęć wypełnienia luki w debacie naukowej, lecz także (choć chciałoby się powiedzieć „przede wszystkim” w myśl stanowiska, że to prawo powinno podążać za „biznesem”, a nie odwrotnie) wymiar praktyczny, który przyświecał – zamierzenie – wszelkim wywodom objętym ramami dysertacji.

## **II. Główne tezy badawcze rozprawy**

Zasygnalizowane wyżej problemy empiryczne na tle obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, jak również własne przemyślenia na temat unormowań kształtujących ramy prawne tego obrotu, a także dogłębne studia nad literaturą przedmiotu w tym zakresie zaprowadziły mnie do postawienia wiodącej tezy badawczej, na której opiera się cała dysertacja. Otóż tezą tą jest twierdzenie, że regulacja sankcji polegającej na pozbawieniu akcjonariusza spółki publicznej prawa do wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich należących do niego akcji tej spółki, w myśl art. 89 u.o.p., zagraża stabilności stosunków korporacyjnoprawnych obowiązujących w spółce publicznej oraz bezpieczeństwu obrotu prawnego prowadzonego przez taką spółkę.

Słuszność tak postawionej, na wstępie rozprawy, głównej tezy naukowej postanowiłem z kolei dowieść m.in. poprzez poddanie systematycznej analizie – na przestrzeni całej rozprawy – pomocniczych hipotez badawczych ściśle korespondujących z problematyką korporacyjnoprawnych skutków naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Do najważniejszych spośród hipotez poddanych przeze mnie weryfikacji należały kolejno następujące twierdzenia: (i) w obecnym stanie prawnym

skuteczne egzekwowanie sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w skutek uchybienia poszczególnym obowiązkom związanym z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych jest *de facto* niemożliwe; (ii) wobec braku uniwersalnych mechanizmów ustawowych stosowania sankcji z art. 89 u.o.p. w następstwie ujawnienia naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych żaden podmiot, funkcjonariusz ani organ spółki lub instytucji nadzoru nie jest *de lege lata* kompetentny do stwierdzenia ww. naruszeń i zastosowania tej sankcji ani przed, ani w trakcie obrad WZA; (iii) wobec tego, że treść sankcji z art. 89 u.o.p. będącej następstwem uchybienia obowiązkom dotyczącym nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych ingeruje w prawa podmiotowe ucieleśnione w akcji, a każdy, także hipotetycznie przyjęty na tle obowiązujących regulacji, sposób lub tryb doraźnego zastosowania („wdrożenia w życie”) tej sankcji stanowi nadużycie kompetencji, naruszenie praw podmiotowych akcjonariusza lub grozi destabilizacją stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej, istnieje zasadna potrzeba ingerencji ustawodawcy, która umożliwi efektywne stwierdzenie czy przedmiotowa sankcja ma w danej sytuacji zastosowanie, czy też nie; (iv) w obecnym kształcie sankcja utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej w skutek naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych nie stanowi skutecznego mechanizmu egzekwowania prawa w tym zakresie, a tym samym nie odpowiada zasadzie efektywności (franc. *effet utile*) wykonywania prawa unijnego; (v) możliwe jest – w razie powzięcia wątpliwości co tego czy doszło do naruszenia obowiązków w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych a w rezultacie do ewentualnej utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej – „prewencyjne” ustalenie przez spółkę publiczną lub przez zainteresowanego akcjonariusza, w trybie powództwa o ustalenie, czy prawo głosu z posiadanych akcji dany akcjonariusz może wykonywać, czy nie, a jeżeli tak, to w jakim zakresie; (vi) wyłączną kognicję *de lege lata* w zakresie stwierdzenia przesłanek i „wyegzekwowania” sankcji z art. 89 u.o.p. przypisać należy sądowi powszechnemu, natomiast rozwiązanie to, ze względu na długotrwałość postępowań sądowych, nie odpowiada potrzebom praktycznym w tym zakresie – zagraża bezpieczeństwu stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz pewności obrotu prawnego dokonywanego na mocy uchwał WZA spółki publicznej podjętych z ewentualnym udziałem głosów oddanych wbrew sankcji bądź podjętych w wyniku niesłusznego wykluczenia głosów oddanych zgodnie z prawem, a także opóźnia i dezorganizuje funkcjonowanie spółek publicznych.

Ponadto, niejako w konsekwencji powyższych hipotez roboczych odnoszących się krytycznie do badanego stanu prawnego, sformułowałem także kilka hipotez stanowiących swoiste postulaty (uwagi) *de lege ferenda*, których uwzględnienie przez prawodawcę mogłoby przyczynić się do zminimalizowania aktualnych problemów związanych z procesem oceny naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych, a co za tym idzie ze stwierdzeniem i zastosowaniem („wyegzekwowaniem”) sankcji polegającej na pozbawieniu prawa głosu z akcji. Najciekawszym spośród tych postulatów, a zarazem stosunkowo łatwo osiągalnym, wydała mi się być propozycja *de lege ferenda* polegająca na zobowiązaniu akcjonariuszy spółek publicznych lub zarządów tych spółek do poddawania wszelkich sporów na tle potencjalnego naruszenia obowiązków w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji tych spółek oraz związanego z tym naruszeniem zastosowania sankcji z art. 89 u.o.p. pod doraźne rozstrzygnięcie Sądu Polubownego przy KNF lub Sądu Giełdowego, np. na mocy stosownych postanowień statutowych, które powinny stanowić odtąd obligatoryjny element statutu każdej spółki publicznej albo na mocy odpowiednich postanowień Regulaminu Giełdy, regulaminu danego Sądu, bądź też na mocy umowy zawartej z GPW – warunkującej dopuszczenie akcji spółki publicznej do obrotu na rynku regulowanym, albo na mocy właściwego przepisu ustawowego, przy czym zapadłe rozstrzygnięcia na tle tych sporów, niezależnie od postaci rozstrzygnięcia, mogłyby być skuteczne w wymiarze horyzontalnym i natychmiastowo wykonalne – w celu zapewnienia szybkości oraz pewności obrotu gospodarczego uzależnionego od kierunku (treści) tychże rozstrzygnięć. W związku z powyższym, konieczna byłaby także zmiana legislacyjna mająca na celu wyposażenie, odpowiednio, Sądu Polubownego przy KNF lub Sądu Giełdowego w wyraźne kompetencje do wydawania rozstrzygnięć w sprawach dotyczących zastosowania i egzekwowania sankcji zakazu wykonywania prawa głosu z akcji wskutek naruszenia obowiązków związanych z obrotem znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, a także określenie zasad przyspieszonego postępowania (najlepiej w formule elektronicznej) przed tymi Sądami oraz wydawania przez nie rozstrzygnięć w ww. sprawach, na podstawie stosownych klauzul statutowych lub postanowień umownych, lub regulaminowych, sformułowanych zgodnie z wymogami zapisu na sąd polubowny, lub na podstawie szczególnego przepisu ustawowego.

### **III. Cele badawcze rozprawy**

Zasadniczym celem dysertacji było wykazanie słuszności poszczególnych hipotez badawczych, a co za tym idzie udowodnienie głównej tezy naukowej rozprawy, o której była

mowa powyżej. Osiągnięciu zasadniczego celu rozprawy towarzyszyła zarazem wymagająca próba odnalezienia odpowiedzi na kilkanaście szczegółowych pytań badawczych sformułowanych na wstępie pracy – bezpośrednio związanych z tematem dysertacji oraz najpełniej znamionujących zaobserwowane problemy badawcze: (i) czy ograniczenia jakie prawo nakłada na inwestorów nabywających znaczne pakiety akcji w spółkach publicznych nie są zbyt rygorystyczne z punktu widzenia fundamentalnych zasad – swobód prawa cywilnego, jak swoboda umów lub swoboda obrotu prawami majątkowymi?; (ii) czy sankcja utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich akcji spółki publicznej za naruszenie wymogów związanych z obrotem znacznymi pakietami takich akcji jest współmierna do funkcji i celów prawa w tym zakresie?; (iii) czy sankcja polegająca na zakazie wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej posiadanych przez nabywcę znacznego pakietu akcji (także z tych wcześniej prawidłowo przez niego nabytych) jest zgodna z unijną dyrektywą proporcjonalności („*proportionate*”)?; (iv) czy pozbawienie nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej prawa głosu w całkowitym wymiarze, tj. ze wszystkich posiadanych przez niego akcji tej spółki, czyli również prawa głosu przysługującego mu z prawidłowo nabytych wcześniej akcji, w sytuacji naruszenia obowiązków odnoszących się wyłącznie do części nabytych akcji spółki publicznej, jest zgodne z demokratyczną zasadą ochrony praw nabytych, a tym samym jest konstytucyjne?; (v) co oznacza z punktu widzenia statusu prawnego i uprawnień korporacyjnych akcjonariusza ów zakaz wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych przez niego akcji spółki publicznej?; (vi) jaka jest relacja sankcji utraty prawa głosu z akcji spółki publicznej w stosunku do pozostałych uprawnień korporacyjnych przysługujących akcjonariuszowi w spółce publicznej – jak sankcja ta wpływa na ich wykonywanie?; (vii) czy zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej stanowi permanentny (nieodwołalny) skutek naruszenia wymogów dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych, czy, alternatywnie, istnieje możliwość jego cofnięcia w przypadku późniejszej sanacji stanu naruszenia?; (viii) kto jest kompetentny do nadzorowania i oceny prawidłowości procesów nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych, a co za tym idzie, kto i kiedy – w razie ujawnienia stosownych dowodów – dysponuje środkami umożliwiającymi stwierdzenie naruszenia wymogów w tym zakresie i rozstrzygnięcie o zastosowaniu sankcji pozbawiającej prawa głosu z akcji spółki publicznej będącej konsekwencją tego naruszenia?; (ix) jak mają zachować się organy spółki publicznej, przewodniczący WZA, notariusz, sami akcjonariusze tej spółki, bądź Komisja Nadzoru Finansowego w obliczu powzięcia – przed rozpoczęciem WZA lub w trakcie jego obrad – wiadomości uzasadniającej zastosowanie wobec danego



akcjonariusza sankcji zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych przez niego akcji spółki publicznej?; (x) czy i, ewentualnie w jakim trybie, przysługuje organom spółki lub innym zainteresowanym podmiotom, a, w szczególności, samemu akcjonariuszowi, który ma wątpliwości co do tego czy poprawnie wykonał spoczywające na nim obowiązki w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, możliwość uprzedniego ustalenia czy prawo głosu z danej części lub ze wszystkich akcji ów akcjonariusz może wykonywać, czy, przeciwnie, prawo to na skutek ujawnionych uchybień utracił?; (xi) jakie są konsekwencje oddania i uwzględnienia w wyniku głosowania nad uchwałą WZA spółki publicznej głosów z akcji „ubezpieczonych” w skutek ich nabycia wbrew obowiązkom dotyczącym obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych?; (xii) czy uchwała WZA spółki publicznej podjęta przy udziale głosów z akcji objętych sankcją zakazu wykonywania prawa głosu pozostaje ważna, a, wobec tego, że głosów tych *ex lege* nie uwzględnia się przy obliczaniu wyniku głosowania, jaki jest tzw. „obiektywny” kształt tej uchwały?; (xiii) kto ma legitymację do ustalenia prawidłowej treści uchwały WZA spółki publicznej, która podjęta została z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew zakazowi – czy dopuszczalne jest zbadanie treści takiej uchwały w trybie sądowego powództwa o ustalenie?; (xiv) czy w obecnym stanie prawnym istnieje w ogóle procedura umożliwiająca w praktyce efektywne i bezsporne zastosowanie korporacyjnoprawnej sankcji pozbawienia prawa głosu z części lub z całości akcji w spółce publicznej na skutek naruszenia obowiązków dotyczących obrotu znacznymi pakietami tych akcji, czy dla „uskutecznienia” egzekucji tej sankcji konieczna jest zmiana obowiązujących przepisów prawa?

Mnogość problemów i wątpliwości, zarówno teoretycznych, jak i praktycznych, które zostały zidentyfikowane ww. pytaniami badawczymi, uczyniła zresztą samą próbę udzielenia odpowiedzi na nie swoistym celem naukowym mojej pracy doktorskiej. Z perspektywy autoreferatu odnoszę wrażenie, że próba ta się powiodła, a w rezultacie usprawiedliwione wydaje się także stanowisko, iż założone cele badawcze rozprawy udało mi się osiągnąć.

#### **IV. Przyjęte metody badawcze**

Osiągnięciu założonych celów naukowych rozprawy służyła właściwie przyjęta metodologia badawcza.

Za podstawową metodę badawczą pracy obrałem metodę formalno-dogmatyczną.<sup>3</sup> Miała ona za przedmiot dogłębną analizę normatywną wszelkich przepisów obowiązujących

---

<sup>3</sup> Por. E. Jarra, *Ogólna teoria prawa*, Warszawa 1922, s. 16 i nast.

w krajowym obrocie znacznymi pakietami akcji spółek publicznych (mających swe źródło w aktach prawa polskiego, jak i w aktach prawa wspólnotowego). Dzięki niej możliwe stały się wykładnia i uporządkowanie zebranego materiału prawnego, a w rezultacie wyciągnięcie wniosków *de lege lata* i sformułowanie twórczych uwag *de lege ferenda*. Chcąc jednocześnie ukazać genezę, ewolucję oraz trendy rozwoju badanych konstrukcji prawnych, obraną metodę dogmatyczną uzupełniłem – w niezbędnym zakresie – analizą historyczną.

W ramach prowadzonych badań zdecydowałem się także posłużyć metodą prawnoporównawczą. Komparastyka prawnicza – skąd inąd stanowiąca współcześnie konieczną płaszczyznę rozważań prawniczych w ujęciu międzynarodowym – miała za zadanie wzmocnić argumentację dogmatyczną poprzez zidentyfikowanie podobieństw i różnic pomiędzy polskimi rozwiązaniami badanej problematyki, a odpowiednimi figurami funkcjonującymi w obcych porządkach prawnych. Za referencyjne w tym kontekście przyjąłem regulacje prawa niemieckiego, francuskiego oraz amerykańskiego. Wybór tych regulacji podyktowany był, przede wszystkim, kryteriami subiektywnymi, choć nie bez znaczenia pozostawał też fakt, że zarówno niemiecki, francuski, jak i amerykański rynek giełdowy stanowią, obiektywnie rzecz biorąc, wiodące fora zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi na skalę, odpowiednio, europejską oraz światową – tak z punktu widzenia wielkości zaangażowanego tam kapitału czy poziomu ich rozwoju ekonomicznego, jak i z punktu widzenia jakości standardów, które kształtują ich ramy prawne.

Ponadto, w toku pracy nad dysertacją inspirowałem się cały czas nurtem *law & economics*, mając stale na uwadze, że nauka prawa pełni służebną funkcję wobec nauk ekonomicznych. Ta swoista pokora wobec zdobyczy empirii stanowiła nie tylko ukłon w stronę praktyki, ale była również spowodowana głębokim przekonaniem, że podejście interdyscyplinarne jest współcześnie warunkiem *sine qua non* odpowiedzialnego uprawiania nauki prawa – zwłaszcza nowoczesnego prawa gospodarczego, do którego zaliczają się bez wątpienia regulacje rynku kapitałowego. Zatem tzw. ekonomiczna analiza prawa towarzyszyła rozważaniom prowadzonym na przestrzeni całej dysertacji – jako istotna metoda badawcza mająca na celu opisanie i zinterpretowanie przepisów związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych przez pryzmat zjawisk ekonomicznych, z którymi przepisy te powinny zresztą pozostawać w ścisłym związku przyczynowym.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Szerzej nt. ekonomicznej analizy prawa zob. np. R. Cooter, T. Ulen, *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2009.

Mając na względzie opracowanie przeglądu dotychczas przeprowadzonych badań lub stanowisk odnoszących się do problematyki będącej przedmiotem pracy sięgnąłem także do metody teoretyczno-prawnej. Metoda ta okazała się być nieodzownym instrumentem prowadzonych badań, albowiem pozwoliła odnieść się – w wyczerpujący sposób – do dostępnego dorobku doktryny oraz judykatury zarówno polskiej, jak i zagranicznej. Gwoli podsumowania w swej pracy wykorzystałem łącznie: 333 pozycje literatury, 47 źródeł internetowych (w tym np. raporty ESPI spółek giełdowych lub stanowiska publikowane *on-line* przez UKNF) oraz 69 rozmaitych orzeczeń, jak np. uchwały lub wyroki TK, SN, NSA, Sądów Administracyjnych i Sądów Powszechnych, a także rozstrzygnięcia ETS i sądów zagranicznych (np. francuskiego Sądu Najwyższego – franc. *La Cour de cassation*).

Przyjęta w ten sposób metodologia pozwoliła uzyskać szeroką perspektywę badawczą, a co za tym idzie przeanalizować podjęty temat naukowej eksploracji w sposób kompleksowy.

## **V. Struktura rozprawy i przegląd treści poszczególnych rozdziałów**

Konstruując rozprawę doktorską zdecydowałem się rozbić jej treść na sześć zasadniczych rozdziałów merytorycznych poprzedzonych wprowadzeniem i zwieńczonych zakończeniem, które poświęciłem na przedstawienie konkluzji moich wywodów. Przygotowana dysertacja obejmuje także swą strukturą wykaz skrótów, który został umiejscowiony na jej czele oraz obszerną bibliografię, znajdującą się na końcu tekstu, na którą składa się wykaz aktów prawnych, orzecznictwo i literatura. Praca doktorska została zatem opracowana w oparciu o klasyczny – standardowy dla prac doktorskich – układ redakcyjny.

W tym miejscu pragnę zauważyć, że objętość rozprawy może wydawać się stosunkowo obszerna, albowiem całość maszynopisu obejmuje 441 stron, niemniej jednak taka była cena podjęcia niełatwej próby udzielenia odpowiedzi na szereg postawionych pytań badawczych oraz poważnego potraktowania wszystkich aspektów związanych z problematyką sankcji korporacyjnoprawnej, o której mowa w art. 89 u.o.p.

Rozdział 1 – który zresztą istotnie zdeterminował gabaryty rozprawy – poświęcony został uporządkowaniu zagadnień rudymenarnych z punktu widzenia podjętej próby naukowej. Rozważania merytoryczne pracy rozpocząłem bowiem od analizy obowiązków spoczywających na nabywcach znacznych pakietów akcji spółek publicznych, ponieważ to właśnie ich naruszenia mogą wywoływać ujemne skutki korporacyjnoprawne w relacjach zachodzących na gruncie spółki giełdowej. Przedstawione zostały zatem źródła normatywne

tych obowiązków wraz z ich genezą historyczną i założeniami ekonomicznymi stojącymi u podstaw ich regulacji, a także klasyfikacja przedmiotowych obowiązków, przesłanki ich powstania oraz ich treść, sposób (forma) wykonania i zakres (zarówno przedmiotowy, jak i podmiotowy). W pierwszej kolejności omówiłem obowiązki notyfikacyjne i informacyjne związane z ujawnianiem zmian stanu posiadania znacznych pakietów akcji w spółkach giełdowych (art. 69-70 u.o.p.) tak, aby w drugiej kolejności skoncentrować wszelką uwagę na obowiązkach polegających na ogłaszaniu tzw. wezwań na akcje (art. 73-74 u.o.p.), ze szczególnym uwzględnieniem charakteru prawnego, funkcji ekonomicznych i procedury realizacji tych drugich. Warto uzupełnić, że w rozdziale 1 dysertacji podjąłem się również próby zdefiniowania pojęcia „znacznych pakietów akcji spółek publicznych”, jako że stanowią one przedmiot zdarzeń wywołujących powstanie badanych obowiązków.

Tematem rozważań rozdziału 2 rozprawy została z kolei charakterystyka poszczególnych przypadków naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz przedstawienie swoistej typologii tych naruszeń celem, przede wszystkim, ustalenia, które spośród nich są na tyle poważne, że powinny prowadzić do aktualizacji zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, zgodnie z art. 89 u.o.p. Istotny fragment rozdziału 2 dysertacji poświęciłem również problematyce winy, jako kryterium determinującego ocenę naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji, a przeto decydującego o konkretyzacji interesującej mnie sankcji korporacyjnoprawnej. Badania, których się podjąłem na tym tle uznaję *notabene* za jedno z najbardziej intrygujących na kanwie całej pracy doktorskiej. *Last but not least* rozdział 2 zamyka interesująca, w szczególności z punktu widzenia praktyki rynku kapitałowego, analiza problematyki związanej z możliwością naprawienia – sanacji stanu naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych.

W rozdziale 3 *clou* rozważań stanowi wszechstronna analiza sankcji w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji nabytych z naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych lub ze wszystkich posiadanych akcji w konsekwencji naruszenia obowiązków dotyczących wezwań na akcje. Sankcję tę omówiłem w tej części pracy kompleksowo – zarówno jeżeli chodzi o jej treść i charakter prawny, jak i zakres przedmiotowy oraz podmiotowy. W związku z tym istotny fragment rozdziału 3 poświęciłem także kwestii relacji sankcji pozbawiającej prawa głosu z akcji w stosunku do innych uprawnień korporacyjnych przysługujących akcjonariuszowi (jak np. prawo uczestnictwa w WZA czy prawo do zaskarżania uchwał WZA), a tym samym zdiagnozowałem w jaki sposób zastosowanie analizowanej sankcji wpływa na możliwość realizacji tych uprawnień. W tej części pracy

poruszyłem również interesujące wątki: zgodności badanej sankcji korporacyjnoprawnej z Konstytucją RP – w kontekście zasady ochrony praw słuszenie nabytych – oraz rozróżnienia między pojęciami „wykonywania” prawa głosu a „posiadania” ogólnej liczby głosów, którymi ustawodawca posługuje się wymiennie determinując uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy, a co za tym idzie, których jednoznaczna interpretacja okazała się konieczna w celu prawidłowego opisanie skutków aktualizacji omawianej sankcji z art. 89 u.o.p. Na koniec rozdziału 3 sformułowałem kilka ważkich wniosków *de lege ferenda*, w szczególności, postulat sprecyzowania przez naszego prawodawcę – tak szybko jak to możliwe – kwestii czasu trwania analizowanej sankcji, ponieważ regulacja *de lege lata* milczy na ten temat, prowokując daleko idące wątpliwości interpretacyjne, a tym samym poważnie zagrażając pewności obrotu

Rozdział 4 dysertacji poświęciłem rozważaniom o charakterze komparatystycznym. Otóż obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek giełdowych, jak również korporacyjnoprawne skutki ich naruszeń omówiłem w tej części pracy przez pryzmat konstrukcji prawnych obowiązujących w zagranicznych porządkach prawnych, tj. kolejno w prawie niemieckim, francuskim oraz amerykańskim. Analiza prawno-porównawcza pozwoliła mi dostrzec pewne podobieństwa, ale też rozmaite różnice pomiędzy rozwiązaniami przyjętymi na gruncie obcych systemów, a przede wszystkim w porównaniu do naszej rodzimej regulacji. Część wywodów poświęciłem również charakterystyce tła ekonomicznego i kulturowego zagranicznych rynków, ponieważ w mojej ocenie istotnie przekłada się ono na odmienny kształt tamtejszych unormowań obrotu znacznymi pakietami akcji, w głównej mierze, jeżeli chodzi o rozwiązania amerykańskie, które cechuje w tym zakresie daleko idąca liberalizacja. W rezultacie zaznajomienie się z obcymi unormowaniami prawnymi (szersze spectrum poznawcze) dało asumpt do sformułowania – w końcowej części rozdziału 4 rozprawy – konkluzji komparatystycznych polegających m.in. na uznaniu większej precyzyjności przepisów zagranicznych oraz – płynących z tych konkluzji – pożytecznych wniosków *de lege ferenda* kierowanych pod adresem polskiego ustawodawcy.

Rozdział 5 rozprawy to w istocie jej zasadnicza część. Prowadzona w tym miejscu pracy analiza koncentruje się na dostępnych mechanizmach kontroli prawidłowości nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz środkach weryfikacji prawa głosu akcjonariusza, w razie stwierdzenia naruszeń w jego postępowaniu. Innymi słowy w rozdziale 5 pracy omówiona została obszernie – fundamentalna z punktu widzenia założeń praktycznych przyświecających dysertacji – kwestia kompetencji do rozstrzygania o zastosowaniu (uruchomieniu w praktyce) sankcji korporacyjnoprawnej z art. 89 u.o.p.

(analiza swoistego *ius decidendi* w odniesieniu do faktycznego wdrożenia w życie tej sankcji, czyli odebrania akcjonariuszowi możliwości wykonywania prawa głosu z akcji przed lub, co gorsza, w trakcie WZA). W związku z tym, pierwsza część rozdziału 5 polega na skrupulatnym omówieniu zasad organizacji i przeprowadzania WZA w spółkach publicznych (w tym reguł dotyczących sporządzania listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA, dopuszczenia do udziału w WZA, sporządzania listy obecności, głosowania nad uchwałami WZA, a także przerwy w obradach), natomiast druga część rozdziału 5, która stanowi *de facto* jego rdzeń, poświęcona została ocenie możliwości poszczególnych podmiotów, względnie organów lub instytucji, odnośnie do wykonania (urzeczywistnienia) w praktyce zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, w myśl art. 89 u.o.p. Według kryterium podmiotowego zweryfikowałem w tym miejscu pracy, kolejno, uprawnienia w tym zakresie: samych akcjonariuszy, zarządu spółki publicznej, przewodniczącego WZA, notariusza protokolującego obrady WZA, KNF w ramach jej kompetencji nadzorczych, czy, wreszcie, sądu w ramach postępowania ustalającego prawo akcjonariusza – nabywcy znacznego pakietu akcji – do wykonywania prawa głosu na WZA spółki publicznej. W końcowych fragmentach rozdziału 5 opisałem także zaobserwowane problemy praktyczne, z jakimi borykają się uczestnicy obrotu giełdowego na tle omówionych wyżej rozwiązań *de lege lata* oraz – poszukując remedium na te problemy – sformułowałem obszernie postulaty *de lege ferenda*, mające w swych założeniach służyć zoptymalizowaniu instrumentów kontroli obrotu znacznymi pakietami akcji oraz procesów zastosowania sankcji korporacyjnoprawnej w praktyce.

Przedmiotem rozważań ostatniego, 6 rozdziału rozprawy jest szczegółowa analiza konsekwencji oddania głosu na WZA spółki publicznej wbrew zakazowi z art. 89 u.o.p., a co za tym idzie ustalenie wpływu bezprawnie oddanych przez akcjonariusza głosów z akcji – niejako w następstwie wadliwego zastosowania tego zakazu – na kształt i ważność uchwał WZA podjętych z udziałem takich głosów. Uwzględniając poglądy doktryny oraz dorobek orzecznictwa w tym zakresie, istotną część rozdziału 6 poświęciłem problematyce tzw. rzeczywistej („obiektywnej”) treści uchwał WZA podjętych z naruszeniem zakazu wykonywania prawa głosu z akcji, a w tym rozważaniom dotyczącym obliczania wyniku głosowania nad takimi uchwałami. W tym kontekście zbadane zostały zatem instrumenty sądowej kontroli i eliminacji takich uchwał WZA spółki publicznej oraz zaprezentowana została koncepcja *de facto* ostatecznej kognicji sądu odnośnie do następczego rozstrzygania (*ex post*) o zastosowaniu sankcji z art. 89 u.o.p. poprzez określenie – w trybie postępowania ustalającego – rzeczywistej treści uchwały WZA podjętej z udziałem głosów z akcji objętych

sankcją lub eliminacji takiej uchwały z obrotu prawnego w drodze powództwa o stwierdzenie jej nieważności (art. 425 k.s.h.).<sup>5</sup> W związku z tym w rozdziale 6 pracy sporo uwagi zdecydowałem się poświęcić również charakterystyce prawnej sankcji jaką przepisy art. 425 k.s.h. przewidują wobec uchwał WZA sprzecznych z ustawą – tym bardziej, że kwalifikacja jurydyczna tej sankcji stanowi przedmiot daleko idącej dyskusji i wielu rozbieżnych stanowisk zarówno w doktrynie, jak i w orzecznictwie. W celu wyczerpania analizy skutków korporacyjnoprawnych uchwały WZA spółki publicznej podjętej z uwzględnieniem głosów z akcji oddanych wbrew sankcji, o której mowa w art. 89 u.o.p. w końcowych fragmentach rozdziału 6 odniosłem się również do koncepcji tzw. „uchwał nieistniejących”.

## VI. Główne konkluzje

Osiągnięciu celu badawczego rozprawy towarzyszyło wyciągnięcie następujących wniosków – czy to teoretycznych, czy też mających istotne znaczenie z punktu widzenia praktyki obrotu.

Rozważania poczynione w pierwszej części pracy pokazały, że obowiązki spoczywające na nabywcach znacznych pakietów akcji spółek publicznych są jedną z podstawowych instytucji prawnych rynku kapitałowego, które stanowią o jego ładzie i efektywnym funkcjonowaniu. Powinności notyfikacyjne i informacyjne, o których mowa w art. 69-70 u.o.p. mają zapewniać powszechną transparentność jeżeli chodzi o struktury akcjonariatu spółek giełdowych i co za tym idzie umożliwiać inwestorom podejmowanie racjonalnych decyzji inwestycyjnych. Z kolei wymogi związane z ogłaszaniem i przeprowadzaniem tzw. wezwań na akcje (art. 73-74 u.o.p.) służyć mają, przede wszystkim, ochronie interesów akcjonariuszy (mniejszościowych) w obliczu próby przejęcia kontroli nad spółką publiczną, urzeczywistniając ich prawo wyjścia (ang. *exit right*) z majoryzowanej spółki na równych i godziwych (ekonomicznie) zasadach. Pomimo słusznego *ratio legis* przedmiotowych obowiązków, zostały one uregulowane na gruncie rozdziału 4 u.o.p. w bardzo rygorystyczny sposób, w konsekwencji czego ich naruszenia nie należą w praktyce do rzadkości.

Obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych mają swój wzorzec w unormowaniach unijnych, niemniej jednak ich finalna konstrukcja powinna być adekwatna do realiów rynku kapitałowego danego państwa członkowskiego. Przeprowadzona

---

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2020 r. poz. 1526 ze zm.) – dalej jako „k.s.h.”.

analiza wykazała, że polski rynek giełdowy charakteryzuje się spółkami o skoncentrowanym akcjonariacie. Wobec tego uznałem, że obowiązujący *de lege lata* w naszym porządku prawnym model wezwań na akcje (polegający na wyróżnieniu dwóch progów majoryzacyjnych, tj. 33% i 66% ogólnej liczby głosów, z których przekroczeniem wiąże się konieczność złożenia oferty nabycia akcji, przy czym dopiero z przekroczeniem tego wyższego wiąże się obowiązek złożenia oferty nabycia wszystkich 100% akcji spółki giełdowej, o którym stanowi prawo unijne) jest prawidłowy, albowiem – wbrew częstej krytyce – realizuje on w sposób uniwersalny postulat ochrony interesów różnych grup akcjonariuszy, a zarazem ogranicza ryzyka związane z potencjalnym wykorzystywaniem instytucji wezwania na akcje do procesów wycofywania akcji spółek publicznych z obrotu giełdowego (ang. *going private*).

Przeprowadzona w drugim rozdziale pracy analiza naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych umożliwiła nie tylko twórcze opracowanie ich klasyfikacji, lecz, w szczególności, wykazała, że ze względów celowościowych nie każdą nieprawidłowość należy kwalifikować jako przesłankę aktualizacji dolegliwej sankcji korporacyjnoprawnej. Przyjąłem, że naruszeniem przedmiotowych obowiązków jest *de iure* brak ich wykonania, a także ich wykonanie w sposób wadliwy (w zakresie np. ich formy lub treści) – o ile jednak wady mają tak doniosłą postać, że ich wystąpienie pozbawia przedmiot danego obowiązku funkcjonalności (przydatności) z punktu widzenia jego beneficjentów. Za przypadek naruszenia uznałem także spóźnione wykonanie obowiązku, niemniej jednak mając na uwadze cele badanej regulacji nie dostrzegłem potrzeby dyscyplinowania takiego przypadku zakazem wykonywania prawa głosu z akcji w sposób trwały. W chwili spóźnionego wykonania obowiązku, np. zawiadomienia o zmianie stanu posiadania, jego beneficjenci zostają ostatecznie zaspokojeni jeśli chodzi o dostęp do informacji nt. zmian w akcjonariacie, a tym samym w chwili tej ustaje potrzeba (przesłanka) utrzymywania w mocy sankcji korporacyjnoprawnej względem adresata obowiązku. Innymi słowy, każdy przypadek naruszenia może zostać samodzielnie naprawiony przez nabywcę znacznego pakietu akcji, albowiem celem zbadanych instytucji prawnych jest doprowadzenie do stanu, w którym dany obowiązek zostaje finalnie zrealizowany, zaś dla osiągnięcia tego celu konieczne jest zapewnienie akcjonariuszowi – który pierwotnie dopuścił się naruszenia – bodźca w postaci dopuszczenia możliwości sanacji stanu naruszenia obowiązku, a wraz z nią odzyskania prawa głosu z akcji. Przeciwna konkluzja sprzeciwiałaby się *notabene* postulatowi proporcjonalności sankcji grożących za naruszenia omawianych regulacji, który wynika *expressis verbis* ze źródłowych przepisów prawa europejskiego.



Biorąc pod uwagę niezwykle złożoność i niejasność poszczególnych regulacji poświęconych obowiązkom nabywców znacznych pakietów akcji, a także nadzwyczaj dolegliwą w swych skutkach sankcję korporacyjnoprawną, która grozi za naruszenie tych obowiązków, doszedłem do wniosku, że ocena każdego przypadku takiego naruszenia powinna być dokonywana nie tylko w oparciu o obiektywne stwierdzenie bezprawności danego uchybienia po stronie nabywcy znacznego pakietu akcji, lecz również przez pryzmat jego winy w ścisłym jej znaczeniu (subiektywny element winy). Innymi słowy, stanąłem na stanowisku, że w celu nałożenia na akcjonariusza zakazu wykonywania prawa głosu akcji (sankcji korporacyjnoprawnej) powinna mu zostać przypisana wina (zarzut winy umyślnej albo niedbalstwa), a za tak odważną konkluzją przemawiają – moim zdaniem – rezultaty przeprowadzonej wykładni funkcjonalnej i systemowej, a także argumentacja *stricte* słusznościowa.

Interesująca mnie sankcja w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji (art. 89 u.o.p.) ma charakter *stricte* korporacyjnoprawny, ponieważ ingeruje w fundamentalne – w szczególności z punktu widzenia znaczącego akcjonariusza – uprawnienie korporacyjne wynikające z akcji, a mianowicie w prawo głosu. Badania historyczne dowiodły, iż jej rodowód sięga wiele lat wstecz, a mimo to po dzień dzisiejszy ustawodawca nie wyeliminował poważnych wątpliwości np. co do jej zakresu. Żaden przepis art. 89 u.o.p. nie zawiera bowiem wskazówki, czy akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia obowiązku zostaje objęty sankcją korporacyjnoprawną na zawsze, czy alternatywnie sankcja ta może zostać cofnięta (wygasa) z chwilą zadośćuczynienia naruszonemu obowiązkowi. W rezultacie przeprowadzonych badań uznałem, że trafne jest drugie stanowisko, gdyż *a contrario* aprobata utraty prawa głosu z akcji na zawsze oznaczałoby w skrajnym przypadku przyzwolenie na stałe wyłączenie istotnego udziałowca spółki publicznej od możliwości współdecydowania o jej sprawach, co wprost godziłoby w kapitałową naturę korporacji jaką jest taka spółka.

Ponadto, przeprowadzona analiza dowiodła, że sankcja korporacyjnoprawna w jej najszerszej postaci, czyli w postaci odebrania akcjonariuszowi prawa głosu ze wszystkich posiadanych przez niego akcji (a więc odebrania mu również prawa głosu z akcji, które mógł być wcześniej nabyć *lege artis*), stanowi niedopuszczalną ingerencję w sferę tzw. praw słusznie nabytych, które podlegają ochronie na mocy art. 2 Konstytucji RP, a także narusza zasady ochrony i warunki ograniczeń prawa własności przewidziane w poszczególnych przepisach ustawy zasadniczej. Istnieją zatem wyraźne podstawy do stwierdzenia niekonstytucyjności przepisów art. 89 ust. 1 pkt 2 oraz ust. 2 u.o.p. w tej części, w jakiej

zezwalają one na „wywłaszczenie” akcjonariusza spółki publicznej z praw podmiotowych (praw głosu) ucieleśnionych w akcjach, w posiadanie których wszedł on w sposób zgodny z prawem.

W kontekście relacji badanej sankcji korporacyjnoprawnej w stosunku do pozostałych uprawnień korporacyjnych akcjonariusza oraz jej wpływu na ich wykonywanie, opowiedziałem się za stanowiskiem, wedle którego akcjonariusz dotknięty sankcją z art. 89 u.o.p. może wciąż korzystać ze wszystkich swoich uprawnień korporacyjnych, chyba, że ich wykonywanie jest bezpośrednio związane z głosowaniem na WZA, czyli faktycznym wykonywaniem prawa głosu z akcji. Wobec tego przyjąłem, iż aktualizacja sankcji korporacyjnoprawnej w żaden sposób nie wpływa na: prawo do udziału w WZA spółki giełdowej; prawo zwołania WZA takiej spółki wraz z prawem do wyznaczenia przewodniczącego WZA; prawo do zasięgania informacji o spółce publicznej; poszczególne uprawnienia osobiste (o ile ich wykonywanie nie jest statutowo uwarunkowane wykonywaniem przez akcjonariusza prawa głosu z akcji dających określony udział w ogólnej liczbie głosów). Zastosowanie sankcji z art. 89 u.o.p. ingeruje z kolei częściowo w: prawo do zaskarżania uchwał WZA (wyłącza legitymację czynną do wniesienia skargi przez akcjonariusza, który głosował przeciwko uchwale i zażądał zaprotokołowania sprzeciwu – natomiast nie ingeruje w legitymację czynną w pozostałych przypadkach); prawo do wyboru rady nadzorczej w głosowaniu grupami (nie ingeruje w prawo do złożenia wniosku o przeprowadzenie takiego głosowania ani w prawo uczestnictwa w danej grupie, ale uniemożliwia głosowanie w danej grupie); prawo żądania powołania biegłego ds. szczególnych (nie odbiera prawa wystąpienia z wnioskiem w tym zakresie, lecz uniemożliwia głosowanie nad uchwałą WZA ws. wyznaczenia biegłego oraz określenia przedmiotu zleconego mu badania).

Analiza prawnoporównawcza wykazała, że w wybranych europejskich porządkach prawnych występują podobne konstrukcyjne regulacje w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych, czego powodem jest wspólny wzorzec normatywny w prawie wspólnotowym. Niemniej jednak, zdiagnozowane regulacje niemieckie i francuskie charakteryzuje znacznie wyższy – w porównaniu do rozwiązań polskich – poziom precyzyjności i proporcjonalności. Dotyczy to m.in. zakresu odpowiednich sankcji korporacyjnoprawnych, które zarówno w prawie niemieckim, jak i francuskim zostały dostosowane do skali dokonanego naruszenia oraz *expressis verbis* podlegają cofnięciu wraz z zadośćuczynieniem pierwotnie naruszonemu obowiązkowi. Polski ustawodawca powinien *de lege ferenda* zaczerpnąć z tamtejszych rozwiązań i wyraźnie uregulować choćby czas trwania

sankcji z art. 89 u.o.p. Z kolei badania (i poszukiwania) odpowiednich regulacji prawa amerykańskiego dowiodły, że tamtejsze rozwiązania są znacznie bardziej liberalne od unormowań europejskich, tj. standardy przewidziane w tzw. *Williams Act* polegają wyłącznie na skomplikowanym reżimie obowiązków służących transparentności obrotu giełdowego, w razie naruszeń których w grę wchodzi co najwyżej sankcje odszkodowawcze. Natomiast materia przejść kontroli nad tamtejszymi spółkami giełdowymi pozostaje poza sferą jakichkolwiek wymogów, wobec czego prawo amerykańskie nie przewiduje również żadnej sankcji o charakterze korporacyjnoprawnym.<sup>6</sup>

Wiodące z punktu widzenia praktycznych założeń rozprawy poszukiwania środków prawnych kontroli prawidłowości obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych oraz instrumentów skutecznego zastosowania (wdrożenia w życie) sankcji utraty prawa głosu z akcji (art. 89 u.o.p.) pozwoliły mi wprowadzić skatalogować poszczególne mechanizmy prawne, które w obliczu sporu zaistniałego na tym tle – przed otwarciem WZA lub w trakcie jego obrad – umożliwiają weryfikację uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy, a niekiedy także kontrolę liczby głosów przypadających akcjonariuszom z posiadanych przez nich akcji (jak np. sporządzenie przez zarząd listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w WZA i dopuszczenie akcjonariusza do udziału w nim, sporządzenie przez przewodniczącego WZA listy obecności, uprawnienia notariusza protokołującego przebieg WZA, środki nadzorcze KNF, uprawnienia informacyjne pozostałych akcjonariuszy), natomiast wnikliwy przegląd tych mechanizmów prawnych doprowadził mnie do wniosku, iż mają one zasadniczo charakter techniczny (porządkowy) i tym samym nie stwarzają podstaw normatywnych do rozstrzygnięcia o zakazaniu akcjonariuszowi wykonywania prawa głosu z akcji na WZA. Wobec tego przyjąłem, że jedynym dopuszczalnym *de lege lata* instrumentem „prewencyjnej” ochrony prawnej przed bezprawnym wykonaniem (skutkami wykonania) na WZA prawa głosu z akcji objętych sankcją z art. 89 u.o.p. jest uprzednie powództwo z art. 189 k.p.c. zwieńczone prawomocnym wyrokiem sądu powszechnego ustalającym istnienie albo nieistnienie prawa danego akcjonariusza do wykonywania prawa głosu z akcji.<sup>7</sup>

Mimo to, analiza dostępnych statystyk w przedmiocie czasu trwania (przewlekłości) postępowań przed sądami powszechnymi w Polsce – w konfrontacji z dynamiką współczesnego obrotu prawnego – doprowadziła mnie do wniosku, iż wytoczenie *ex ante*

---

<sup>6</sup> 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).

<sup>7</sup> Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (t.j. Dz. U. z 2020 r., poz. 1575 ze zm.)

powództwa o ustalenie istnienia albo nieistnienia prawa głosu z akcji nie stanowi wcale adekwatnego środka ochrony przed skutkami naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W konsekwencji przyjąłem, że *de lege lata* brakuje instrumentarium prawnego, w oparciu o które można by szybko i skutecznie uruchomić sankcję korporacyjnoprawną wobec akcjonariusza, który uchybił swym powinnościom. W związku z tym konieczna jest optymalizacja aktualnego stanu prawnego w tym zakresie, a w celu jej osiągnięcia należy *de lege ferenda* wdrożyć do naszego porządku prawnego co najmniej jedno z proponowanych na kanwie dysertacji rozwiązań normatywnych, a w szczególności: (i) obligatoryjne poddać spory na tle naruszeń obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji pod doraźne rozstrzygnięcia Sądu Polubownego przy KNF lub Sądu Giełdowego, które byłyby wydawane na mocy stosownych klauzul regulaminowych lub statutowych, zgodnych z wymogami zapisu na sąd polubowny, albo (ii) powołać do życia specjalistyczny Sąd Rynku Finansowego, który wchodząc w strukturę sądów powszechnych mógłby zostać wyposażony w uniwersalną kognicję w zakresie rozpatrywania (w trybie specjalnego postępowania odrębnego) spraw z zakresu rynku finansowego (w tym kapitałowego), a co za tym idzie byłby władny rozstrzygać m.in. o zakazie wykonywania prawa głosu z akcji w następstwie stwierdzenia naruszenia danego obowiązku z rozdziału 4 u.o.p.

W obliczu komplikacji na tle skutecznego uruchomienia sankcji z art. 89 u.o.p. przed rozpoczęciem WZA spółki publicznej lub w trakcie jego obrad (*ex ante*), istotnego znaczenia nabierają środki prawne stwarzające możliwość zastosowania tejże sankcji *ex post*, czyli w celu przeciwdziałania ujemnym skutkom wykonania prawa głosu z akcji wbrew zakazowi i uwzględnienia bezprawnie oddanych głosów przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą – wbrew dyspozycji art. 89 ust. 3 u.o.p.

Pierwszy ze zdiagnozowanych środków to ustalenie tzw. „obiektywnej” treści uchwały WZA w trybie art. 189 k.p.c. Polega on na uznaniu, że oddanie przez akcjonariusza głosów z akcji wbrew sankcji korporacyjnoprawnej nie powoduje nieważności uchwały WZA – choćby owe „felerne” głosy wywarły wpływ na wynik głosowania i kierunek uchwały – lecz daje asumpt do określenia rzeczywistego stanu prawnego (pomijającego głosy irrelevantne – oddane w głosowaniu nad uchwałą wbrew zakazowi). Przeprowadzona analiza wykazała, że środek ten jawi się uniwersalnie albowiem wytoczenie powództwa z art. 189 k.p.c. nie jest ograniczone terminami zawitymi ani zamkniętym katalogiem podmiotów dysponujących legitymacją czynną, a ponadto stwarza szansę weryfikacji nie tylko uchwał powziętych przez WZA w wyniku błędnego uwzględnienia głosów oddanych wbrew

zakazowi z art. 89 u.o.p., ale także stanów faktycznych, w których projektowana uchwała nie została podjęta przez WZA z tej przyczyny, że bezprawnie oddane głosy „przeciw” uchwale przeważały nad pozostałymi głosami, w wyniku czego projektowana uchwała nie uzyskała wymaganej większości głosów (tzw. „uchwała negatywna”). Niestety, pomimo swych zalet praktycznych zastosowanie tego środka ochrony w celu weryfikacji uchwały WZA wydaje się niemożliwe z czysto formalnych przyczyn, albowiem korzystanie z przepisu art. 189 k.p.c. w stosunku do uchwał WZA jest *de lege lata* zakazane na mocy art. 425 § 1 zd. 2 k.s.h. (*lex specialis*) i można je uznać za działanie mające na celu obejście przepisu ustawy (*in fraudem legis*).

Drugim instrumentem prawnym *ex post* jest z kolei powództwo w trybie art. 425 k.s.h. o stwierdzenie nieważności uchwały WZA podjętej z uwzględnieniem głosów oddanych wbrew sankcji z art. 89 u.o.p. Polega ono z kolei na założeniu, że uwzględnienie „felernych” głosów przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA stanowi przesłankę stwierdzenia nieważności tej uchwały – jako sprzecznej z ustawą – o ile miało wpływ na wynik głosowania lub treść powziętej uchwały. Założenie to nie ma jednak wyraźnych podstaw normatywnych w art. 89 u.o.p. – tak, jak ma to miejsce na gruncie innych regulacji szczególnych rynku finansowego. Ponadto, funkcjonalność praktyczna powództwa o stwierdzenie nieważności (art. 425 k.s.h.) w stosunku do przypadków naruszeń zakazu z art. 89 u.o.p. ma ograniczony wymiar ponieważ sankcja nieważności może być stwierdzona wyłącznie w stosunku do uchwały powziętej, co w oczywisty sposób pozostawia bez ochrony prawnej stany faktyczne polegające na odrzuceniu projektowanej uchwały WZA z powodu naruszenia dyspozycji art. 89 ust. 3 u.o.p. Przysłowiowej oliwy do ognia dolewa nadto trwający od lat spór co do charakteru prawnej sankcji nieważności z art. 425 k.s.h. (nieważność bezwzględna *ex lege* i *ab initio* / nieważność względna) oraz funkcji prawomocnego wyroku sądowego stwierdzającego tę nieważność (wyrok deklaratoryjny / wyrok konstytutywny). Przeprowadzona na tym tle analiza doprowadziła mnie do pragmatycznej konkluzji, że uchwała WZA spółki giełdowej podjęta w wyniku uwzględnienia głosów oddanych wbrew sankcji korporacyjnoprawnej (art. 89 u.o.p.) jest wzruszalna (nieważność *sui generis*), a więc należy ją respektować tak długo, jak długo nie ma prawomocnego wyroku sądowego stwierdzającego jej nieważność. Konkluzja ta utwierdziła mnie jednakże w przekonaniu, że powództwo z art. 425 k.s.h. nie stanowi efektywnego mechanizmu *ex post* zastosowania zakazu wykonywania prawa głosu, a przeto adekwatnego środka ochrony interesów akcjonariuszy oraz spółki publicznej przed negatywnymi skutkami naruszenia tego zakazu, co do których istnieje realne ryzyko, że w obliczu długotrwałego

oczekiwania na prawomocny wyrok stwierdzający nieważność uchwały WZA mogą okazać się nieodwracalne zarówno w sferze prawnej, jak i – co gorsza – gospodarczej.

Studium nad środkami kontroli naruszeń obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych, dostępnymi zarówno *ex ante*, jak i *ex post*, dowiodło zatem, że *de lege lata* nie obowiązuje w naszym porządku prawnym żaden mechanizm (środek) prawny, który stwarzałby warunki ku temu, aby sprawnie i skutecznie zastosować sankcję korporacyjnoprawną z art. 89 u.o.p. Wobec tego ta dolegliwa sankcja nie stanowi obecnie efektywnego środka dyscyplinowania naruszeń regulacji rynku kapitałowego, a przepisy stojące u jej podstaw zagrażają tym samym stabilności stosunków korporacyjnych w spółkach publicznych notowanych na warszawskim parkiecie oraz bezpieczeństwu obrotu prawnego, w którym te spółki biorą udział. Konkluzja ta, jakkolwiek negatywny ma wydźwięk, zamyka klamrą rozważania przeprowadzone na gruncie rozprawy, dowodząc zasadności głównej tezy badawczej pracy postawionej na jej wstępie.