

**Dr hab. Paweł Wajda, prof. UW**

Uniwersytet Warszawski

ORCID: 0000-0003-4423-8881

e-mail: p.wajda@wpia.uw.edu.pl

# 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

Polish Financial Supervision Authority's position on performance of requirements concerning tender offers under Act of 29 July 2005 on public offering, the conditions governing the introduction of financial instruments to organised trading, and on public companies

## Streszczenie

Artykuł jest poświęcony analizie postanowień i ocenie stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie wykonywania wymogów dotyczących wezwań na podstawie ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz art. 69a, 73 i 89 tej ustawy. W szczególności przedmiotem opracowania jest analiza — z odwołaniem się do piśmiennictwa i praktycznych aspektów wynikających z orzecznictwa — realizacji obowiązków wezwaniowych przez podmioty zależne działające w ramach grupy kapitałowej, jak również analiza sankcji prywatnoprawnej, która to sankcja znajduje zastosowanie w przypadku naruszenia wyżej wskazanych obowiązków.

**Słowa kluczowe:** obowiązki wezwaniowe, sankcja pozbawienia prawa głosu z akcji, akcje, Komisja Nadzoru Finansowego

JEL: K23

## Wprowadzenie

W praktyce obrotu istnieją istotne wątpliwości dotyczące realizacji obowiązków wezwaniowych przez nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W szczególności

## Abstract

The article is devoted to the analysis of the provisions and the assessment of the position of the Polish Financial Supervision Authority concerning the execution of the requirements for summons under the Act of 29 July 2005 on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organised Trading, and Public Companies, and Articles 69a, 73 and 89 of that Act. In particular, the subject of the study is the analysis — with reference to the literature and practical aspects arising from the jurisprudence — of the implementation of call obligations by subsidiaries operating within a capital group, as well as the analysis of the private-law sanction applicable in the event of breach of the above-mentioned obligations.

**Keywords :** requirements concerning tender offers, sanction of prohibition of exercise of voting rights, shares, Polish Financial Supervision Authority

ści problematyczna jest kwestia rozstrzygnięcia, czy obowiązki wezwaniowe z art. 73 ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: u.o.o.p.)<sup>1</sup> spoczywają na wszystkich pod-

miotach dominujących z tej samej grupy kapitałowej, czy też wystarczające jest ogłoszenie wezwania przez jeden podmiot dominujący wchodzący w skład takiej grupy kapitałowej. Kwestia ta ma fundamentalne znaczenie dla wykonywania obowiązków wezwaniowych przez fundusze typu *private equity*, gdzie niejednokrotnie mamy do czynienia ze strukturą hierarchiczną, przypominającą kształtem piramidę (niejako nad funduszem — w ramach struktury korporacyjnej — jest inny fundusz, a nad nimi General Partner).

Podobnie nurtującym problemem z perspektywy podmiotów dokonujących transakcji nabycia pakietów akcji spółek publicznych jest kwestia prawidłowej realizacji obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 oraz 69a ust. 1 pkt. 3 u.o.o.p., a w szczególności zagadnienie kwalifikacji podmiotów zobowiązanych do wykonania obligacyjnych obowiązków notyfikacyjnych, należących do grupy kapitałowej podmiotu bezpośrednio nabywającego akcje. Zagadnienia te są istotne z perspektywy funkcjonowania rynku kapitałowego, bowiem nieprawidłowa realizacja obowiązków notyfikacyjnych może skutkować zastosowaniem wobec nabywcy akcji sankcji, o której mowa w art. 89 u.o.o.p., tj. sankcji pozbawienia głosu z nabytych akcji (Mataczyński, 2015; Tofel, 2006, s. 33–38; Pęczyk-Tofel & Tofel, 2010b, s. 16–25). Przepisy rozdziału IV u.o.o.p. mają na celu głównie ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. Coraz częstsze jest nadużywanie przez akcjonariuszy mniejszościowych tejże ochrony poprzez podejmowanie prób pozbawienia akcjonariuszy większościowych spółek publicznych prawa głosu. Niejasność przepisów u.o.o.p. (Goszczyk & Domański, 2007, s. 4; Romanowski, 2008, s. 12; Chłopecki, 2013, s. 8; Chłopecki, 2014, s. 455; Woźniak, 2019, s. 34) oraz niewystarczająca ich znajomość przez sądy powszechne była dotychczas wielokrotnie wykorzystywana przez mniejszościowych akcjonariuszy stosujących szantaż korporacyjny w ramach sporów z innymi akcjonariuszami, którzy na gruncie nieprawidłowych interpretacji przepisów celowo wprowadzają sądy w błąd. Takie działania akcjonariuszy, ukierunkowane na realizację wyłącznie ich partykularnych interesów, ma przy tym ogromne znaczenie z perspektywy efektywnego funkcjonowania spółki publicznej, skutkuje ono bowiem destabilizacją stosunków wewnątrz spółki, brakiem pewności prawnej<sup>2</sup>, a także obniżeniem skuteczności realizacji przyjętych celów gospodarczych<sup>3</sup>.

Biorąc pod uwagę znaczenie omawianej kwestii dla praktyki funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego, za cenę należy uznać zabranie głosu w przedmiotowej sprawie przez KNF jako organ nadzorujący prawidłowe funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego, dbający o „zachowanie i przestrzeganie reguł określonych ustawą [mających] służyć bezpieczeństwu obrotu oraz ochronie inwestorów i uczestników gry rynkowej”<sup>4</sup>. W dniu 4.04.2021 r. KNF wydała Stanowisko w sprawie obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje spółki publicznej w związku z zamiarem przekroczenia progu 33% głosów w spółce publicznej i obowiązków notyfikacyjnych w przypadku, gdy wzywający wchodzi w skład grupy kapitałowej (dalej: Stanowisko)<sup>5</sup>. Stanowisko KNF należy przy tym określić jako formę urzędowego wyjaśniania przepisów prawnych oraz praktyk funkcjonujących

na rynku (wobec czego można je zakwalifikować jako akt *soft law*)<sup>6</sup>. Stanowisko KNF z 4.04.2021 r. — w mojej ocenie — rozwiewa wątpliwości i niejasności interpretacyjne wynikające z przepisów u.o.o.p., a także wpisuje się w ramy wyrażanych uprzednio poglądów w doktrynie oraz judykaturze. Niniejsza publikacja ma na celu przybliżenie Stanowiska KNF, jak również — mając na uwadze sygnalizowane powyżej problemy interpretacyjne — umiejscowienie go w szerszym kontekście systemowym odnoszącym się do dorobku doktryny oraz judykatury, a także wykładni przepisów prawa europejskiego.

## Stanowisko KNF w sprawie realizacji obowiązków notyfikacyjnych

KNF w treści Stanowiska odniosła się do katalogu podmiotów, na których ciąży obowiązek ogłoszenia wezwania z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. w sytuacji zamiaru przekroczenia progu 33% głosów w spółce publicznej notowanej na rynku regulowanym, jeżeli wzywający należy do danej grupy kapitałowej, oraz podmiotów zobowiązanych do realizacji wezwania na skutek pośredniego nabycia akcji na podstawie art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. Nawiązała tym samym do wątpliwości o charakterze prawnym, były jakie podnoszone przez uczestników rynku kapitałowego w tym obszarze. KNF słusznie zauważyła, iż zgodnie z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów może nastąpić (z wyjątkiem art. 73 ust. 2 u.o.o.p.) jedynie na skutek dokonania wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów, z zastrzeżeniem przypadku, gdy przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów ma nastąpić w wyniku realizacji obowiązku wezwaniowego z art. 74 u.o.o.p. KNF zaakcentowała przy tym, iż za realizację obowiązku notyfikacyjnego z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. przez wszystkie podmioty należące do określonej grupy kapitałowej należy uznać ogłoszenie wezwania zgodnie z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. przez podmiot należący do tej grupy kapitałowej. Na skutek rozliczenia wezwania ogłoszonego na podstawie art. 73 ust. 1 u.o.o.p., w ramach którego podmiot wzywający przekroczył próg 33% ogólnej liczby głosów, nie materializuje się konieczność ogłoszenia wezwania następczego na podstawie art. 73 ust. 2 u.o.o.p. przez pozostałe podmioty z grupy kapitałowej podmiotu wzywającego. KNF przyjęła bowiem, iż podmiot wypełniający obowiązek wezwaniowy z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. działa wraz i niejako za wszystkie pozostałe podmioty należące do tej samej grupy kapitałowej, co implikuje brak faktycznego duplikowania wezwań. KNF *explicite* w treści Stanowiska przychyliła się do poglądu, zgodnie z którym ogłoszenie wezwania na podstawie art. 73 ust. 1 u.o.o.p. przez jeden z podmiotów wchodzących w skład danej grupy kapitałowej stanowi należyte zrealizowanie celu ogłaszania wezwań, tj. w adekwatnym i wystarczającym stopniu chroni akcjonariuszy mniejszościowych. KNF trafnie przy tym przyjęła, iż nie można uznać, jakoby racjonalny ustawodawca zmierzał do kumulowania wezwań

ogłaszanych przez wszystkie podmioty należące do jednej grupy kapitałowej wyłącznie na skutek rozliczenia wezwania ogłoszonego przez inny podmiot wchodzący w skład tej grupy kapitałowej.

W treści Stanowiska KNF poruszyła również zagadnienie realizacji obowiązków notyfikacyjnych materializujących się na skutek pośredniego nabycia akcji spółki publicznej przez podmioty wchodzące w skład określonej grupy kapitałowej. W świetle art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p., podmiot, który na skutek transakcji pośredniego nabycia akcji spółki publicznej osiągnął lub przekroczył określony próg ogólnej liczby głosów, zobowiązany jest do wykonania obowiązków notyfikacyjnych wskazanych w treści art. 69 u.o.o.p. W Stanowisku KNF wskazała, iż na podmiocie zależnym nabywcy akcji spółki publicznej ciąży indywidualny obowiązek wezwaniowy z art. 69 u.o.o.p. w sytuacji przekroczenia progu ogólnej liczby głosów określonego w art. 69 u.o.o.p. na skutek bezpośredniego nabycia akcji spółki publicznej przez podmiot zależny należący do tej samej grupy kapitałowej. KNF podkreśliła przy tym, iż każdy z podmiotów dominujących wobec konkretnego podmiotu zależnego, który bezpośrednio przekroczył próg ogólnej liczby głosów spółki publicznej wskazany w treści art. 69 u.o.o.p., jest zobowiązany do indywidualnej realizacji obowiązku notyfikacyjnego na skutek pośredniego nabycia akcji spółki publicznej, zgodnie z brzmieniem art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p.

KNF słusznie stwierdziła, iż skutek rozliczenia wezwania ogłoszonego przez podmiot zależny zgodnie z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. podmioty dominujące, których nie ujęto *explicitie* w treści wezwania jako podmioty wzywające, a które przekroczą próg głosów z art. 69 u.o.o.p. w rezultacie pośredniego nabycia akcji, będą zobowiązane do realizacji indywidualnego obowiązku wezwaniowego z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. W ocenie KNF realizacja obowiązku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. przez podmiot ostatecznie dominujący nad podmiotem zależnym, który bezpośrednio przekroczył próg, lub podmiot bezpośrednio dominujący względem tego podmiotu zależnego nie skutkuje zwolnieniem pozostałych podmiotów dominujących tego podmiotu zależnego z konieczności realizacji indywidualnego obowiązku notyfikacyjnego z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. KNF zauważyła, iż w treści u.o.o.p. polski ustawodawca nie zawarł przepisu szczególnego zwalniającego podmioty dominujące wobec podmiotu nabywającego bezpośrednio akcje spółki publicznej z realizacji odpowiedniego obowiązku wezwaniowego. W ocenie KNF powyższe okoliczności przemawiają za uznaniem, iż podmioty dominujące obciążone są indywidualnym obowiązkiem notyfikacyjnym.

Stanowisko KNF odnosi się także do wykładni art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. przewidującego zakaz wykonywania przez akcjonariusza prawa głosu w przypadku naruszenia obowiązków notyfikacyjnych wynikających z art. 69 u.o.o.p., z jednoczesnym zastrzeżeniem, że organem wyłącznie właściwym do wiążącego stwierdzenia zakazu wykonywania prawa głosu jest właściwy sąd powszechny. KNF zaznacza bowiem, iż w świetle art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z akcji będących przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego skutkującego osią-

gnięciem lub przekroczeniem danego progu ogólnej liczby głosów w tej spółce publicznej w przypadku osiągnięcia albo przekroczenia określonego progu ogólnej liczby głosów naruszającego wymogi wskazane w treści art. 69 u.o.o.p. KNF wskazała przy tym jasno, iż zakaz wykonywania prawa głosu nałożony godnie z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. odnosi się wyłącznie do podmiotu posiadającego status akcjonariusza, tj. podmiotu bezpośrednio posiadającego akcje na skutek naruszenia przepisu z art. 69 u.o.o.p., podkreślając jednocześnie, iż zakaz z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. w jakimkolwiek przypadku nie może wywoływać skutku wobec podmiotu niebędącego akcjonariuszem, który pośrednio nabył akcje spółki publicznej KNF wskazała, iż literalna wykładnia przepisu z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. wskazuje, iż adresatem zakazu wykonywania prawa głosu może być wyłącznie podmiot posiadający status akcjonariusza, a zatem podmiot posiadający bezpośrednio akcje spółki publicznej, który popełnił delikt administracyjny na skutek naruszenia przepisu z art. 69 u.o.o.p. Jednocześnie KNF zauważyła, iż przepis z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. może znaleźć zastosowanie wyłącznie w sytuacji naruszenia art. 69 u.o.o.p. Sankcja z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. nie może w jakimkolwiek przypadku zostać zastosowana w sytuacji określonej w art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p., tj. w przypadku braku lub nieprawidłowej realizacji obowiązku notyfikacyjnego przy pośrednim nabyciu akcji danej spółki publicznej. KNF, uwzględniając dotkliwość art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p., zaznaczyła, iż w jej ocenie za nieuzasadnioną należy uznać możliwość rozszerzającej interpretacji wskazanego przepisu u.o.o.p., przewidującej zawieszenie wykonywania prawa głosu wobec akcjonariusza, który wypełnił indywidualny obowiązek z art. 69 u.o.o.p., w sytuacji braku realizacji własnego obowiązku notyfikacyjnego wynikającego z innej podstawy prawnej (a w szczególności z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p.) przez podmiot dominujący wobec tego podmiotu zależnego. KNF określiła przy tym *explicitie*, iż przepis przewidujący zakaz wykonywania prawa głosu w sytuacji naruszenia obowiązków notyfikacyjnych, tj. art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. stanowi przepis prawa cywilnego (mający zastosowanie *ex lege*) (Gago-Rudnicka & Jakszuk, 2014, s. 374; Baszczyk, 2018). KNF w treści Stanowiska potwierdziła pogląd przedstawiany w orzecznictwie sądów powszechnych oraz pracach przedstawicieli doktryny (Pęczyk-Tofel & Tofel, 2010b, s. 16–25)<sup>7</sup>, jakoby sądy powszechne były jedynym właściwym podmiotem upoważnionym do wiążącego stwierdzenia o możliwości zastosowania przepisu z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. w odniesieniu do konkretnego podmiotu, wobec którego zarzucane jest naruszenie obowiązku notyfikacyjnego na gruncie konkretnego stanu faktycznego.

### Wątpliwości interpretacyjne dotyczące przepisów u.o.o.p. regulujących realizację obowiązków wezwaniowych

W praktyce obrotu podnoszono wątpliwości dotyczące interpretacji przepisów u.o.o.p. w kontekście prawidłowej realizacji obowiązków wezwaniowych przez nabywców więk-

szościowych pakietów akcji spółek publicznych (Kamiński, 2001, s. 14–17; Pawełczyk, 2003, s. 50–51; Goszczyk & Domański, 2007, s. 4; Romanowski, 2008, s. 12; Regucki, 2013, s. 445–458; Chłopecki, 2013, s. 8; Chłopecki, 2014, s. 455; Woźniak, 2019, s. 34), co z perspektywy pewności obrotu miało istotne znaczenie w zakresie nabywania oraz późniejszego wykonywania pełni praw korporacyjnych z nabytych akcji spółki publicznej (Dąbrowska, 2016)<sup>8</sup>. Wątpliwość dotycząca obowiązku ogłoszenia wezwania na podstawie art. 73 u.o.o.p. oraz ewentualnego, koniecznego ogłoszenia następczego wezwania przez pozostałe podmioty z grupy akcjonariusza większościowego będące wobec niego podmiotami dominującymi (na podstawie art. 73 ust. 2 u.o.o.p.), była wielokrotnie wykorzystywana przez akcjonariuszy mniejszościowych przeciwko nabywcom pakietu większościowego akcji spółek publicznych w bataliach przed sądami cywilnymi<sup>9</sup>. Akcjonariusze mniejszościowi stosowali bowiem praktykę wnoszenia powództw (wraz z wnioskiem o udzielenie zabezpieczenia) do Sądów Okręgowych o stwierdzenie nieważności uchwał podjętych przez walne zgromadzenie spółki, oraz ustalenie, że inne uchwały zostały *de facto* podjęte. Powództwo, z którym występowali akcjonariusze mniejszościowi, było motywowane nieprawidłowym przeprowadzeniem przez nabywcę pakietu akcji obowiązku wezwaniowego, ponieważ zgodnie z interpretacją przepisów u.o.o.p. dokonywaną przez akcjonariuszy mniejszościowych, prócz zawiadomienia o nabyciu bezpośrednim akcji (dokonanym przez podmiot nabywający) i zawiadomienia o pośrednim nabyciu akcji (dokonanym przez podmiot dominujący) powinno mieć miejsce również dokonanie zawiadomienia o pośrednim nabyciu akcji przez pozostałe podmioty z jego grupy (na podstawie art. 69a ust. 1 pkt 3). Taka inkryminowana nieprawidłowość w realizacji obowiązków przez podmioty z grupy kapitałowej podmiotu nabywającego znaczny pakiet akcji spółki publicznej stanowi przy tym przesłankę zaistnienia w stosunku do podmiotu nabywającego sankcji pozbawienia prawa głosu z wszystkich posiadanych akcji (tj. sankcji z art. 89 u.o.o.p.) (Mataczyński, 2011, s. 182–185; Mataczyński, 2014, s. 49; Łazarewicz, 2020, s. 111).

Opisane powyżej działanie było wielokrotnie podejmowane przez akcjonariuszy mniejszościowych wyłącznie w celu zablokowania akcjonariusza większościowego, który dopiero co nabył pakiet akcji spółki. Ma to istotne implikacje i znaczenie dla całego rynku kapitałowego. Działania podejmowane w celu pozbawiania praw głosu i udzielania zabezpieczeń przez sądy na tle stanów faktycznych przedstawionych powyżej skutkują bowiem destabilizacją funkcjonowania spółek publicznych, co przyczynia się do pogorszenia ich wyników, utraty zaufania i powstania szkód dla akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych. W związku z tym rozstrzygnięcie wspomnianych wątpliwości, które dokonało się w rezultacie wydanego przez KNF Stanowiska, należy ocenić jako działanie potrzebne, a nawet konieczne do zapewnienia bezpieczeństwa obrotu i zaufania do prawa. Warto przy tym zauważyć, iż Stanowisko KNF znajduje potwierdzenie w poglądach wyrażanych dotychczas w piśmiennictwie oraz judykaturze, a także w interpretacji przepisów prawa Unii Europejskiej.

Przepis z art. 73 u.o.o.p. statuuje obowiązek przeprowadzenia wyłącznie pojedynczego wezwania, czy to uprzedniego (z art. 73 ust. 1 u.o.o.p.), czy następczego (z art. 73 ust. 2 u.o.o.p.). Zgodnie z art. 73 u.o.o.p. wyłączeniu ulega możliwość jednoczesnego przeprowadzenia na gruncie określonych okoliczności *de facto* dwóch wezwań. Za nieprawidłowy zatem należy uznać pogląd wskazujący na konieczność dokonania niejako w pierwszej kolejności wezwania o charakterze uprzednim w celu przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów, a następnie — niejako w drugiej kolejności — przeprowadzenia wezwania następczego z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. (albo tzw. wezwania majoryzacyjnego z art. 74 u.o.o.p.) (Chłopecki & Mrowiec, 2000, s. 17–28), tj. wezwania po przekroczeniu przez nabywcę akcji progu 33% ogólnej liczby głosów danej spółki publicznej.

Zgodnie z podstawowymi zasadami przeprowadzania wykładni przepisów prawa, odnosząc się do argumentów natury językowej, należy zauważyć, iż w treści art. 73 ust. 1 u.o.o.p. oraz art. 73 ust. 2 u.o.o.p. ustawodawca dokonał wyraźnego rozróżnienia i oddzielenia wezwania uprzedniego z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. od wezwania następczego z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. Użycie wyraźnego, bezpośredniego wskazania w treści art. 73 ust. 1 u.o.o.p. tego, że: „Przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić, z zastrzeżeniem ust. 2, wyłącznie w wyniku (...)”, należy odczytywać jako jednoznaczny i kategoryczny intencję rozdzielenia dwóch wezwań. Podmiot wzywający, realizując treść normy z art. 73 ust. 1 u.o.o.p., powinien przy tym mieć na względzie treść normy z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. W sytuacji gdyby zachodziła w danej sytuacji hipoteza tej normy, podmiot ten będzie zobowiązany do odstąpienia od stosowania art. 73 ust. 1 u.o.o.p. na rzecz stosowania normy z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. Realizacja postanowień normy z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. wyłącza zastosowanie normy z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. (analogiczny skutek wywołuje odwrotna realizacja obowiązku wezwaniowego).

Na gruncie wykładni językowej wyłączona została możliwość następczego stosowania norm z art. 73 ust. 1 i z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. na skutek wskazania w hipotezie normy z art. 73 ust. 1 u.o.o.p., iż: „Przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić (...)”, zaś w hipotezie normy z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. sformułowania: „W przypadku gdy przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów nastąpiło w wyniku pośredniego nabycia akcji”. Prawodawca wyraźnie zaznaczył, że przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może stanowić co do zasady skutek wezwania uprzedniego z art. 73 ust. 1 u.o.o.p., zaś jednocześnie w sytuacjach stypizowanych w art. 73 ust. 2 u.o.o.p. (co jest wyjątkiem) konieczne jest ogłoszenie wezwania następczego. Przy czym prawodawca wskazał, o jakie konkretne sytuacje chodzi. Prawodawca wyłączył możliwość materializacji się obowiązku wezwaniowego z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. przy uprzednim przekroczeniu progu 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej w drodze wezwania z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. Gdyby bowiem intencją prawodawcy było to, by obowiązek wezwaniowy z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. miał być realizowany w rezultacie uprzedniej realizacji obowiązku wezwaniowego, o którym mowa w art. 73 ust. 1 u.o.o.p., to fakt ten mu-

siałaby zostać wyraźnie wskazany w treści art. 73 ust. 2 u.o.o.p. Fakt braku takiego wskazania (gdzie przepis z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. jest wyjątkiem od ogólnej zasady z art. 73 ust. 1 u.o.o.p.) powinien być interpretowany jako intencja prawodawcy zmierzająca do wykluczenia stosowania sekwencyjne przepisów z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. w postaci przeprowadzania wezwania uprzedniego oraz późniejszej realizacji wezwania następczego z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. (Szymański, 2019, s. 112).

Odnosząc się do argumentacji o charakterze systemowym, warto zauważyć, iż przepis z art. 73 u.o.o.p. stanowi implementację do krajowego porządku normatywnego postanowień z art. 5 dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie ofert przejęcia (dalej: dyrektywa 2004/25/WE)<sup>10</sup>. Prawodawca unijny zaznaczył, iż chodzi mu w istocie o pojedynczą ofertę, której złożenie jest aktywowane przekroczeniem określonego progu głosów w spółce publicznej, czyli mowa jest o pojedynczym wezwaniu (ofercie — mamy bowiem do czynienia z liczbą pojedynczą) w miejsce wielu wezwań (kilku ofert — prawodawca europejski nie zastosował bowiem liczby mnogiej). Art. 73 u.o.o.p. w ujęciu systemowym powinien być wykładany tak, aby miało miejsce wyłącznie pojedyncze wezwanie (pojedyncza oferta). Niedopuszczalna jest sytuacja, w której przeprowadzenie wezwania uprzedniego z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. aktywowałoby obowiązek przeprowadzenia wezwania następczego z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. Na skutek realizacji obowiązku uwzględnienia intencji prawodawcy europejskiego przy wykładni przepisów prawa krajowego<sup>11</sup> jednoznacznie wykluczone jest przyjęcie sekwencyjnej realizacji obowiązków notyfikacyjnych w miejsce realizacji pojedynczego wezwania.

W konsekwencji wykładnię przepisu z art. 73 u.o.o.p., wskazującą na fakt, że wezwanie następcze z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. stanowi rezultat realizacji wezwania uprzedniego z art. 73 ust. 1 u.o.o.p., należy uznać za całkowicie nieprawidłową oraz nieuwzględniającą (na poziomie implementacji operatywnej) treści art. 5 dyrektywy 2004/25/WE. W świetle art. 5 dyrektywy 2004/25/WE oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe nabyte po godziwej cenie. W stanie faktycznym, w którym oferta z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. została skierowana do akcjonariuszy i akcjonariusze partycypowali w premii za kontrolę, cel regulacyjny określony w art. 5 dyrektywy 2004/25/WE zostanie w pełni zrealizowany. Wobec tego wyłączona będzie możliwość jego powtórnej realizacji na skutek dokonania wezwania z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. Za analogiczne do realizacji celu dyrektywy 2004/25/WE należy przy tym uznać osiągnięcie celu regulacyjnego z art. 73 u.o.o.p.<sup>12</sup>

Rozpatrując treść art. 73 u.o.o.p., trzeba także odnieść się do wykładni celowościowej (funkcjonalnej) wskazanej normy. *Ratio* analizowanej normy jest zapewnienie skutecznej ochrony praw mniejszościowych akcjonariuszy, jak również wzmocnienie ich pozycji w stosunkach z większościami akcjonariuszami oraz zagwarantowanie im prawa do otrzymania informacji o (przyszłych) zmianach dotyczących spółki, co ma umożliwić akcjonariuszom mniejszościowym optymalizację

decyzji dotyczącej ogłoszonego wezwania. Celem tej regulacji jest zabezpieczenie prawa akcjonariuszy mniejszościowych do rezygnacji z inwestycji w spółkę lub ograniczenia posiadanego zaangażowania (na korzystnych warunkach), w przypadku gdy podmioty dominujące istotnie zwiększają swój udział i wpływ w spółce (Śliwa-Wajda, 2018; Chłopecki & Mrowiec, 2000, s. 17–28; Sokal, 2006, s. 32; Famirski, 2014, s. 437). Przepis ten umożliwia zatem akcjonariuszom mniejszościowym partycypację w premii za kontrolę płaconej przez podmiot przejmujący kontrolę nad spółką publiczną (Puchalski, 2016, s. 45).

Jeżeli w rezultacie wezwania z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. akcjonariusze mniejszościowi partycypowali we wskazanej premii za kontrolę, która została im wypłacona przez podmiot wzywający, to należy stwierdzić, iż cel regulacyjny normy z art. 73 u.o.o.p. został już skutecznie i w całości zrealizowany. Podobnie podmiot wzywający niejako wypłacił już premię za kontrolę w ramach wezwania uprzedniego z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. i sama kontrola nad spółką publiczną została przejęta, co implikuje wykluczenie możliwości przeprowadzenia wezwania z art. 73 ust. 2 u.o.o.p., ponieważ nie mogłoby ono prowadzić w jakimkolwiek stopniu do realizacji celu regulacyjnego normy z art. 73 u.o.o.p. Cel ten został bowiem zrealizowany prawidłowo i w całości, wobec czego niemożliwa jest jego powtórna realizacja. Hipotetyczna realizacja wezwania następczego z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. byłaby sprzeczna z celem regulacyjnym normy z art. 73 u.o.o.p., który to cel został w całości i prawidłowo zrealizowany, a premia za kontrolę została wypłacona. Wykluczona jest zatem realizacja celu określonego w art. 73 u.o.o.p. po raz drugi, co implikuje brak celowości oraz niemożność dokonania wezwania z art. 73 ust. 2 u.o.o.p.

### **Obowiązki notyfikacyjne w związku z pośrednim nabyciem akcji spółki publicznej przez podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej**

KNF wskazała, iż w świetle art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. obowiązki wezwaniowe z art. 69 u.o.o.p. powinny być realizowane przez podmiot, który osiągnął lub przekroczył określony próg ogólnej liczby głosów w związku z pośrednim nabyciem akcji spółki publicznej. KNF odwołała się w treści Stanowiska do art. 4 pkt 27 u.o.o.p., akcentując, iż pośrednie nabycie akcji stanowi uzyskanie statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej posiadającej akcje spółki publicznej, lub w innej spółce kapitałowej lub osobie prawnej będącej wobec niej podmiotem dominującym oraz nabycie lub objęcie akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny (Michalski, 2012, s. 231–236; Mataczyński, 2015; Puchalski, 2016, s. 239)<sup>13</sup>.

W sytuacji bezpośredniego nabycia akcji przez podmiot zależny należący do danej grupy kapitałowej, w efekcie którego przekroczony zostanie próg ogólnej liczby głosów w spółce publicznej z art. 69 u.o.o.p., każdy z podmiotów dominujących tego podmiotu zależnego jest zobowiązany do wykona-

nia indywidualnego obowiązku wezwaniowego z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. na skutek pośredniego nabycia akcji. KNF zauważyła w treści Stanowiska, iż w sytuacji gdy podmioty dominujące, które nie zostaną wskazane w treści wezwania jako podmioty wzywające, przekroczą próg głosów z art. 69 u.o.o.p. na skutek pośredniego nabycia akcji wobec rozliczenia wezwania ogłoszonego na podstawie art. 73 ust. 1 u.o.o.p. przez podmiot zależny, to są zobowiązane do indywidualnej realizacji obowiązku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. Uwzględnienie *ratio legis* wprowadzenia obowiązków informacyjnych z art. 69a u.o.o.p., tj. gwarancji równego dostępu do informacji dotyczących akcjonariuszy spółek publicznych, a także informacji o występujących zmianach w składzie akcjonariatu<sup>14</sup>, mających wpływ na wahania cen akcji oraz decyzje inwestorów (Domański, 1999, s. 1027; Sokal, 2006, s. 32; Hu & Black, 2008, s. 3; Mataczyński, 2015, s. 372), przemawia za uznaniem, iż kluczowe jest zobowiązanie wszystkich podmiotów dominujących bezpośredniego nabywcy akcji spółki publicznej do realizacji obowiązku wezwaniowego wskazanego w art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. Stanowisko KNF jest zatem zbieżne z taką wykładnią przepisu z art. 69a u.o.o.p.

Dokonując analizy art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. z perspektywy wykładni językowej, należy zauważyć w pierwszej kolejności, iż przepis ten przewiduje, że: „Obowiązki określone w art. 69 spoczywają również na podmiocie, który osiągnął lub przekroczył określony próg ogólnej liczby głosów w związku z pośrednim nabyciem akcji spółki publicznej”. W efekcie należy uznać, że czynnikiem wyzwalającym realizację obowiązku wezwaniowego z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. jest pośrednie nabycie akcji<sup>15</sup>. Podmiotem zobowiązanym do realizacji obowiązku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. jest każdy podmiot posiadający lub uzyskujący status podmiotu dominującego podmiotu zależnego, tj. bezpośrednio akcjonariusza spółki publicznej, o którym mowa w art. 69 u.o.o.p. Zastosowanie przez prawodawcę w treści art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. sformułowania „podmiot” w związku z definicją legalną z art. 4 pkt 27 u.o.o.p. przemawia za przyjęciem, że chodzi tutaj o każdy podmiot, który stanowi podmiot dominujący akcjonariusza bezpośrednio nabywającego akcje spółki publicznej — nie tylko o akcjonariusza ostatecznie dominującego.

Obowiązek informacyjny z art. 69 u.o.o.p. w związku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. obciąża podmioty zależne z danej grupy kapitałowej, będące bezpośrednimi akcjonariuszami spółki publicznej (*argumentum ex art. 69 u.o.o.p.*) oraz wszystkie podmioty pośrednio dominujące wobec bezpośredniego akcjonariusza danej spółki publicznej, w tym również podmioty ostatecznie dominujące wobec tych bezpośrednich akcjonariuszy spółek publicznych (*argumentum ex art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p.*). Każdy podmiot dominujący z grupy kapitałowej, w ramach której podmiotem zależnym jest bezpośredni nabywca akcji spółki publicznej, zobowiązany jest do indywidualnego dokonania zawiadomienia z art. 69a u.o.o.p. (*argumentum ex art. 4 pkt 14 u.o.o.p.*). Zgodnie ze Stanowiskiem KNF wykonanie obowiązku informacyjnego przez podmiot ostatecznie dominujący nad bezpośrednim nabywcą akcji spółki publicznej w danej grupie kapitałowej (tj. podmiot dominujący będący na czele (szczyście) danej struktury holdin-

gowej) nie konsumuje wszystkich indywidualnych obowiązków, jakie powinny zostać zrealizowane przez wszystkie pośrednie podmioty dominujące spółki zależnej istniejące w ramach danej grupy kapitałowej.

Art. 69a u.o.o.p. stanowi implementację przepisu z art. 12 ust. 3 dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 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 (dalej: dyrektywa 2004/109/WE)<sup>16</sup>. W świetle art. 12 ust. 3 dyrektywy 2004/109/WE: „przedsiębiorstwo zostaje zwolnione z obowiązku zawiadomienia w sposób zgodny z ust. 1, jeżeli zawiadomienie to dokonywane jest przez podmiot dominujący lub w przypadku, gdy podmiot dominujący sam jest przedsiębiorstwem kontrolowanym przez własny podmiot dominujący”. Przepis ten statuuje wobec tego wyjątek, zgodnie z którym obowiązek notyfikacyjny obciąża ostatecznie dominujący podmiot w grupie kapitałowej wobec danego podmiotu zależnego nabywającego bezpośrednio akcje spółki publicznej, co w przypadku realizacji tego obowiązku wezwaniowego oznacza zwolnienie z indywidualnego zobowiązania każdego z pozostałych podmiotów dominujących podmiotu zależnego bezpośrednio nabywającego akcje do realizacji obowiązku notyfikacyjnego z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p.

W doktrynie wyrażane były poglądy, zgodnie z którymi (właśnie na podstawie wykładni celowościowej oraz z uwzględnieniem postulatu harmonizowania kontekstów) podnoszono, iż do realizacji obowiązku z art. 69 w związku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. wystarczające jest wskazanie tego, kto jest bezpośrednim akcjonariuszem spółki publicznej i tego, kto — w sytuacji pośredniego nabycia akcji — stoi na czele struktury holdingowej obejmującej spółkę zależną będącą bezpośrednim akcjonariuszem spółki publicznej, o której jest mowa w art. 69 u.o.o.p. Wobec tego przedstawiciele doktryny postulowali, by realizacja obowiązku najdalej idącego konsumowała wszystkie inne obowiązki, co z kolei implikowałoby przyjęcie, iż realizacja obowiązku informacyjnego przez podmiot stojący na czele (szczyście) danej grupy kapitałowej zwalnia niejako pozostałe podmioty pośrednie funkcjonujące w strukturze danego holdingu z wykonania obowiązku notyfikacyjnego z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p.

I tak, na gruncie przepisów art. 69–69a u.o.o.p. wskazywano, że realizacja obowiązku informacyjnego najdalej idącego powinna wyłączać konieczność realizacji obowiązków informacyjnych dotyczących przekroczenia niższych progów ogólnej liczby głosów w ramach tożsamej transakcji (Stec, 2016). Podobnie w kontekście praktycznych aspektów realizacji obowiązków notyfikacyjnych z art. 69 w związku z art. 69a u.o.o.p. wskazywano, że prawidłowa realizacja obowiązków notyfikacyjnych nie skutkuje w istocie przekazaniem rzetelnej informacji inwestorom oraz spółce w zakresie struktury właścicielskiej danej spółki publicznej, co wynika z tego, że podmiot realizujący obowiązek informacyjny zobowiązany jest wyłącznie do ujawnienia swoich podmiotów zależnych tylko w przypadku, gdy jest on akcjonariuszem spółki oraz jego podmioty zależne posiadają akcje spółki. Podmiot dominujący nie jest również zobowiązany do poinformowania

o podmiotach, które są wobec niego podmiotami dominującymi, wobec czego określenie i ustalenie w sposób zupełny powiązań istniejących w grupie jest skomplikowane. Ponadto za przyczynę trudności w zakresie rzetelnego przekazania informacji na temat struktury właścicielskiej w spółce publicznej wskazuje się brak obowiązku określania udziału w ogólnej liczbie głosów, jakimi dysponują poszczególne podmioty kontrolujące lub kontrolowane (w tym zakresie obowiązuje wymóg wskazania udziału, który posiada podmiot dokonujący notyfikacji) (Szewczyk, 2020, s. 53–58).

Stanowisko KNF w zakresie realizacji obowiązków notyfikacyjnych przez podmioty dominujące w sytuacji pośredniego nabycia akcji spółki publicznej z art. 69a u.o.o.p. ma na celu realizację nadrzędnego postulatów zapewnienia przejrzystości informacyjnej rynku kapitałowego (Dąbrowska, 2016). Warto przy tym wskazać na treść preambuły dyrektywy 2004/109/WE (motyw 18), w której prawodawca unijny podkreślił znaczenie zapewnienia przez emitentów papierów wartościowych adekwatnego poziomu przejrzystości danych w relacjach z inwestorami w ramach regularnego przepływu informacji. Należy przy tym wskazać, iż realizacja obowiązku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. przez poszczególne spółki z grupy kapitałowej znajdujące się na kolejnych poziomach nad bezpośrednim akcjonariuszem danej spółki publicznej zapewnia taki właśnie, odpowiedni poziom przejrzystości danych w relacjach z inwestorami.

Stanowisko KNF znajduje zatem potwierdzenie w poglądach wyrażonych w doktrynie, gdzie zaznacza się, że nabycie akcji spółki publicznej przez podmiot dominujący będący podmiotem zależnym materializuje konieczność realizacji obowiązku notyfikacyjnego przez kolejne podmioty dominujące na wyższych poziomach tej samej grupy kapitałowej. W efekcie realizacja transakcji przez podmiot wchodzący w skład grupy kapitałowej może implikować konieczność złożenia zawiadomienia o pośrednim przekroczeniu udziału w ogólnej liczbie głosów przez podmiot dominujący bezpośrednio czy podmioty dominujące pośrednio względem podmiotu, który dokonał transakcji. Stanu takiego upatruje się w braku wprowadzenia do polskiego systemu rozwiązania wynikającego z art. 12 ust. 3 dyrektywy 2004/109/WE. Dodatkowo M. Michalski zauważył, iż: „przy grupach kapitałowych posiadających daleko bardziej skomplikowaną strukturę kapitałową dokonanie jednej transakcji może spowodować konieczność wykonania obowiązku informacyjnego przez wiele podmiotów, z tym że każdy z nich może dotyczyć innego udziału w ogólnej liczbie głosów” (Michalski, 2014). Ponadto w piśmiennictwie podkreślano, że zobowiązanie podmiotu dominującego i podmiotu zależnego do składania zawiadomienia o przekroczeniu progu nie wydaje się rozwiązaniem koniecznym do zapewnienia inwestorom rzetelnej i pełnej informacji o zmianach udziału w ogólnej liczbie głosów. Zaznacza się przy tym, że przyjęcie takiej praktyki może utrudniać inwestorom uzyskanie takich informacji, ponieważ w świetle art. 69 ust. 4 pkt 5 u.o.o.p. zawiadomienie zawiera informacje o podmiotach zależnych od akcjonariusza, jednakże obowiązek ten dotyczy podmiotu, który zobligowany jest do złożenia zawiadomienia wyłącznie w związku z nabyciem akcji przez jego podmioty zależne,

przy czym nie posiada on akcji spółki publicznej. Należy bowiem zauważyć, że taki podmiot nie jest akcjonariuszem spółki publicznej, wobec czego nie jest zobligowany do przekazania informacji na temat jego podmiotów zależnych posiadających akcje spółki publicznej. W pewnych stanach faktycznych może to komplikować kwestię ustalenia rzeczywistych zmian udziałów w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej, zwłaszcza jeżeli transakcji dokonują podmioty z grup kapitałowych, w których funkcjonuje wiele podmiotów bezpośrednio i pośrednio dominujących (Michalski, 2014; Baszczyk, 2018).

Wobec powyższego, a w szczególności mając na względzie cel regulacji z art. 69a u.o.o.p., należy przychylić się do stanowiska wyrażonego przez KNF, zgodnie z którym do realizacji obowiązku z art. 69 w związku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. niezbędne jest, aby obowiązek notyfikacyjny został zrealizowany przez bezpośredniego akcjonariusza, wszystkie podmioty pośrednio dominujące nad akcjonariuszem bezpośrednim i podmiot, który stoi na czele (szczyście) struktury holdingowej, w ramach której funkcjonuje podmiot zależny będący bezpośrednim akcjonariuszem spółki publicznej.

### Sankcja pozbawienia głosu z nabytych akcji, o której mowa w art. 89 u.o.o.p.

W przypadku nieprawidłowej realizacji przez nabywcę pakietu akcji spółki publicznej obowiązków przewidzianych w rozdziale IV u.o.o.p. (Pawelczyk & Tałaj, 2008, s. 2) sąd powszechny może zastosować wobec takiego podmiotu sankcję z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p., tj. zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej (Pęczek-Tofel & Tofel, 2010b, s. 16–25)<sup>17</sup>. Zgodnie z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p. akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z akcji spółki publicznej będących przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego powodującego osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów, o ile miało ono miejsce z naruszeniem obowiązków wezwaniowych wskazanych w art. 69 u.o.o.p. (Piskorz-Szpytka, 2016, s. 389; Woźniak, 2019, s. 34). Ponadto, sankcja pozbawienia prawa głosu została także przewidziana w sytuacji naruszenia przepisów z art. 73 ust. 2 lub 3 albo art. 74 ust. 2 lub 5 u.o.o.p., chyba że zostaną wykonane w terminie obowiązki określone w tych przepisach (*argumentum ex art. 89 ust. 2 u.o.o.p.*), jak również w przypadku naruszenia przepisów z art. 77 ust. 4 pkt 3 albo art. 88a, albo niezgodnie z art. 77 ust. 4 pkt 1 u.o.o.p. (*argumentum ex art. 89 ust. 2b u.o.o.p.*). W treści art. 89 ust. 2a u.o.o.p. wskazano, iż sankcja zakazu wykonywania prawa głosu z art. 89 ust. 1 pkt 2 i ust. 2 u.o.o.p. ma zastosowanie do wszystkich akcji spółki publicznej posiadanych przez podmioty zależne od akcjonariusza lub podmiotu, który nabył akcje z naruszeniem obowiązków określonych w art. 73 ust. 1 lub art. 74 ust. 1 albo nie wykonał obowiązków określonych w art. 73 ust. 2 lub 3 albo art. 74 ust. 2 lub 5 u.o.o.p. Podkreślenia wymaga także okoliczność, iż zgodnie z art. 89 ust. 3 u.o.o.p. realizacja przez akcjonariusza prawa głosu z akcji spółki publicznej, mająca miejsce mimo zakazu, skutkuje brakiem uwzględniania ta-

kich głosów przy obliczaniu wyników głosowania nad uchwałą podejmowaną przez walne zgromadzenie akcjonariuszy danej spółki, o ile inne przepisy ustaw nie stanowią inaczej<sup>18</sup>.

Celem przepisu z art. 89 u.o.o.p. jest dyscyplinowanie podmiotów nabywających znaczne pakiety akcji spółek publicznych w zakresie prawidłowej realizacji ustawowych obowiązków notyfikacyjnych (Chłopecki, 2014, s. 577). Sankcja z art. 89 u.o.o.p. ma również na celu ochronę interesów akcjonariuszy spółki publicznej, zwłaszcza akcjonariuszy mniejszościowych<sup>19</sup> w zakresie potencjalnie wywieranego wpływu przez podmiot uzyskujący status większościowego lub zwiększający liczbę posiadanego udziału w ogólnej liczbie głosów z akcji z naruszeniem przepisów u.o.o.p. (Gago-Rudnicka & Jakszuk, 2014, s. 374).

Sankcję zakazu wykonywania prawa głosu z akcji postrzega się jako jedną z sankcji cywilnoprawnych, jakich zastosowanie jest możliwe w sytuacji zaniechania bądź dopuszczenia się przez podmiot innych naruszeń w zakresie obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych. Podstawową sankcją cywilnoprawną *sensu stricto* jest sankcja odszkodowawcza wynikająca z odpowiedzialności kontraktowej, uregulowanej w art. 415 ustawy z 23.04.1964 r. Kodeks cywilny (dalej: k.c.)<sup>20</sup> (Mataczyński, 2011, s. 211 i n.)<sup>21</sup>. Wskazuje się również, iż sankcję z art. 89 u.o.o.p. należy ocenić za szczególnie dotkliwą w stosunku do regulacji wynikającej z k.c., zwłaszcza w aspekcie praktycznym. Sankcja ta skutkuje ograniczeniem uprawnień korporacyjnych, tj. pozbawieniem prawa głosu z części lub z całości posiadanych przez akcjonariusza akcji spółki publicznej, a zatem mamy tutaj do czynienia z pozbawieniem takiego akcjonariusza instrumentu oddziaływania na spółkę w zakresie podejmowanych decyzji korporacyjnych czy prowadzonej działalności. Akcjonariusz, który w wyniku nabycia istotnego pakietu akcji spółki publicznej lub nabycia akcji spółki uzyskał dominujący wpływ na działalność danej spółki publicznej, na skutek braku lub nieprawidłowej realizacji obowiązków wskazanych w treści odpowiednich przepisów rozdziału IV u.o.o.p. i na skutek zastosowania zakazu wykonywania prawa głosu traci wpływ na funkcjonowanie spółki publicznej. W takiej sytuacji realną kontrolę nad działalnością spółki publicznej przejmują pozostali akcjonariusze (Mataczyński, 2014, s. 496). Należy przy tym podkreślić, iż mechanizm ten z uwagi na wątpliwości dotyczące interpretacji przepisów u.o.o.p. oraz chęć sprawowania kontroli nad spółką publiczną mimo braku posiadania kapitałowego udziału pozwalającego na sprawowanie takiej kontroli, wykorzystywany był wielokrotnie przez akcjonariuszy mniejszościowych, którzy wytaczali niezasadne powództwa (wraz z wnioskiem o udzielenie zabezpieczenia) o stwierdzenie nieważności uchwał podjętych przez walne zgromadzenie spółki, oraz ustalenie, że inne uchwały zostały *de facto* podjęte (Łazarewicz, 2020, s. 111).

Adresatem sankcji z art. 89 u.o.o.p. może być wyłącznie akcjonariusz spółki publicznej, który naruszył obowiązki związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółki publicznej, odnoszące się zarówno do konieczności notyfikacji, jak i ogłoszenia wezwania (*argumentum ex art. 89 ust. 1 u.o.o.p.*). Zaznacza się przy tym, iż sankcja z art. 89 u.o.o.p. dotyczy prawa głosu z akcji (inkorporowanego w akcji), ak-

centując jednocześnie, iż sankcja ta oddziałuje na konkretnego akcjonariusza naruszającego przepisy u.o.o.p. (Mataczyński, 2011, s. 157–161). Sankcja z art. 89 u.o.o.p. związana jest ściśle z konkretnym akcjonariuszem spółki publicznej, wobec czego ma naturę osobistą (Tofel, 2006, s. 34; Romanowski, 2004, s. 37).

Sankcja z art. 89 u.o.o.p. nie może zostać zastosowana wobec akcjonariusza który naruszył obowiązek notyfikacyjny wskazany w art. 69 u.o.o.p. na skutek zbycia akcji i w efekcie przekroczenia progu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. W takiej sytuacji, zgodnie z art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p., nie jest możliwe odebranie możliwości wykonywania prawa głosu z akcji będących przedmiotem zbycia z uwagi na okoliczność, że zbywca akcji nie posiada praw głosu ze zbywanych akcji (których zbycie jednocześnie aktualizowało konieczność realizacji obowiązku notyfikacyjnego). Akcjonariusz będzie uprawniony do wykonywania prawa głosu ze wszystkich pozostałych posiadanych przez niego akcji (Pęczyk-Tofel & Tofel, 2010a, s. 29).

W Stanowisku KNF stwierdziła, iż nie jest zasadne stosowanie rozszerzającej wykładni art. 89 ust. 1 pkt 1 u.o.o.p., tak aby skutkowało on w jakimkolwiek przypadku zawieszeniem wykonywania prawa głosu akcjonariusza będącego podmiotem zależnym w ramach grupy kapitałowej, który zrealizował indywidualny obowiązek wezwaniowy z art. 69 u.o.o.p. w sytuacji braku realizacji przez podmiot dominujący tego akcjonariusza wezwania na podstawie art. 69a u.o.o.p. Wykładnia literalna przepisu z art. 89 u.o.o.p. całkowicie potwierdza przedstawiony pogląd. W art. 89 ust. 1 u.o.o.p. prawodawca zawarł odwołanie do obowiązków wynikających z art. 69, art. 73 ust. 1, art. 74 ust. 1 oraz art. 79 u.o.o.p., co należy odczytywać jako wolę prawodawcy w zakresie umożliwienia stosowania sankcji z art. 89 ust. 1 u.o.o.p. wyłącznie w przypadku wskazanych *explicite* w treści tego przepisu naruszeń obowiązków z rozdziału IV u.o.o.p. Uwzględniając sankcyjny charakter przepisu z art. 89 u.o.o.p., należy w związku z tym zauważyć, iż nie jest możliwe stosowanie przez sąd powszechny zakazu wykonywania prawa głosu wobec akcjonariusza spółki publicznej w sytuacji naruszenia jakiegokolwiek innego obowiązku z rozdziału IV u.o.o.p., nieujętego wprost w treści art. 89 u.o.o.p.

Powyższy sposób wykładni przepisu z art. 89 u.o.o.p. znajduje potwierdzenie w treści normy z art. 89 ust. 2a u.o.o.p., w ramach której wprowadzono swego rodzaju rozszerzenie zakazu wykonywania prawa głosu z art. 89 ust. 1 pkt 2 i z art. 89 ust. 2 u.o.o.p. na akcje posiadane przez podmioty zależne akcjonariusza. Wskazuje się przy tym, iż w przedmiotowej sytuacji do katalogu naruszeń skutkujących możliwością pozbawienia prawa głosu z akcji spółki publicznej nie zaliczono naruszenia, o którym mowa w art. 69a u.o.o.p. Wobec tego sankcja zakazu wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej z art. 89 u.o.o.p. może znaleźć zastosowanie wyłącznie w przypadku nieprawidłowego wykonania obowiązku z art. 69 u.o.o.p., przy czym nie zostanie ona wykorzystana w sytuacji nieprawidłowego przeprowadzenia wezwania, o którym mowa w art. 69a u.o.o.p. Pogląd ten znajduje potwierdzenie w piśmiennictwie, gdzie wskazuje się, że nieprawidłowości odnoszące się do realizacji przepisów u.o.o.p.



w zakresie ujawniania stanu posiadania akcji spółki publicznej przez podmiot dominujący podmiotu bezpośrednio nabywającego akcje spółki publicznej, a zwłaszcza brak dokonania zawiadomienia lub nieujawnienie w treści zawiadomienia istotnych informacji, nie może negatywnie wpływać na wykonywanie uprawnień korporacyjnych przez bezpośredniego nabywcę akcji spółki publicznej. Uchybienia związane z realizacją przez podmiot dominujący zawiadomienia z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. mogą skutkować wyłącznie odpowiedzialnością administracyjną tego podmiotu, nałożoną przez organ nadzoru na podstawie art. 97 u.o.o.p. Jednocześnie uchybienia podmiotu dominującego związane z realizacją art. 69a nie skutkują ograniczeniem wykonywania prawa głosu ze wszystkich posiadanych przez podmiot zależny akcji spółki publicznej (Romanowski, 2004, s. 37; Tofel, 2006, s. 34; Piskorz-Szpytka, 2016, s. 396 i n.).

Stanowisko to jest również zbieżne z wykładnią systemową przepisu z art. 89 u.o.o.p. Prawodawca w powołanym przepisie wskazał katalog sankcji wiążących się z popełnieniem deliktów administracyjnych stypizowanych w przepisach rozdziału IV u.o.o.p. Odnosząc się również do wykładni celowościowej normy z art. 89 u.o.o.p., należy zauważyć, iż *ratio legis* wskazanego przepisu zmierza do zagwarantowania egzekwowalności realizacji przez podmioty zobowiązane obowiązków z przepisów rozdziału IV u.o.o.p. i wskazanych *explicite* w treści art. 89 u.o.o.p., poprzez możliwość nałożenia wobec podmiotu dopuszczającego się naruszenia tych przepisów sankcji cywilnej (korporacyjnej) z art. 89 u.o.o.p. Przepis z art. 89 u.o.o.p. stanowi w istocie normę sankcjonującą (Gasiński, 2013, s. 28–35). Sankcyjny charakter analizowanego przepisu jednocześnie wyznacza kierunek i sposób jego interpretacji, która powinna być wykładnią językową (ściśłą)<sup>22</sup>. Warto przy tym wskazać na ugruntowany w doktrynie i orzecznictwie pogląd, wyrażony w wyroku NSA z 31.01.2012 r., zgodnie z którym: „wszystkie istotne elementy obowiązku obwarowanego sankcją administracyjną powinny wynikać bezpośrednio z ustawy”<sup>23</sup>. Stanowisko NSA uwzględnia treść normy z art. 42 ust. 1 Konstytucji RP, statuującą zasadę absolutnej wyłączności ustawy w odniesieniu do odpowiedzialności karnej. Podkreślenia przy tym wymaga, iż należy się przychylić do stanowiska NSA, zgodnie z którym art. 42 ust. 1 Konstytucji RP powinien być stonowany odpowiednio do egzekucji odpowiedzialności wobec jednostki poprzez wymierzenie sankcji. Przepis ten jednocześnie konstytuuje zasadę określenia znamion czynu karalnego w ustawie, przy czym dokonanie transpozycji tego wymogu na grunt prawa administracyjnego<sup>24</sup> odnoszącego się do problematyki deliktu oraz sankcji, pozwala na stwierdzenie, iż wymóg ten eliminuje lub znacznie ogranicza stan niepewności adresatów danego przepisu sankcjonującego co do treści praw i obowiązków, jak również zapobiega materializacji stanu, w którym organ dysponuje nadmiernym poziomem swobody (czy wręcz dowolnością) interpretacji przepisów sankcyjnych<sup>25</sup>.

Brak *explicite* uwzględnienia w treści art. 89 u.o.o.p. odwołania do obowiązku notyfikacyjnego z art. 69a u.o.o.p. skutkuje koniecznością przyjęcia interpretacji, zgodnie z którą nie jest możliwe zastosowanie sankcji zakazu wykonywania

prawa głosu z akcji spółki publicznej w sytuacji naruszenia obowiązku z art. 69a u.o.o.p. Przedstawiony powyżej kierunek wykładni przepisu z art. 89 u.o.o.p. znajduje również potwierdzenie w pracach przedstawicieli doktryny. I tak w piśmiennictwie wskazuje się, że sankcja z art. 89 u.o.o.p. powinna znajdować zastosowanie wyłącznie, jeżeli pismo podmiotu realizującego obowiązek notyfikacji nie ma cech konstrukcyjnych zawiadomienia, tj. nie obejmuje informacji o zbyciu lub nabyciu akcji lub nie określa ich liczby albo liczby głosów, do których uprawniają. Wskazuje się przy tym, że nie powinny powodować sankcji z art. 89 u.o.o.p. inne naruszenia art. 69 ust. 4 u.o.o.p. (np. w postaci braku określenia rodzaju zdarzenia powodującego zmianę udziału, braku wskazania podmiotów zależnych od akcjonariusza dokonującego zawiadomienia, które posiadają akcje spółki, czy braku informacji o osobach trzecich posiadających uprawnienia do wykonywania prawa głosu) (Pęczyk-Tofel & Tofel, 2010a, s. 20–31). Za trafny należy również uznać pogląd Ł. Gasińskiego, który zauważył, iż brak wskazania w art. 89 u.o.o.p. tego, że akcjonariusz zostaje pozbawiony wszelkich uprawnień udziałowych, w tym prawa do zaskarżania uchwał, należy odczytywać *in favorem* tego, że akcjonariusz może wykonywać prawa udziałowe z wyłączeniem prawa głosu (Gasiński, 2013, s. 28–35).

Wobec powyższego należy stwierdzić, iż w doktrynie został jednoznacznie wyrażony pogląd, zgodnie z którym postulowana jest maksymalnie ścisła wykładnia przepisu z art. 89 u.o.o.p. Postulat ten KNF potwierdziła w treści Stanowiska z 04.04.2021 r. Stosowanie wykładni językowej oraz uwzględnienie sankcyjnego charakteru przepisu z art. 89 u.o.o.p. pozwala na stwierdzenie (ujęte w Stanowisku KNF), iż naruszenie obowiązku notyfikacyjnego z art. 69a u.o.o.p. nie może w jakimkolwiek przypadku stanowić podstawy do zastosowania sankcji cywilnoprawnej z art. 89 u.o.o.p.

## Podsumowanie

Mając na względzie wyniki przedstawionej powyżej analizy przepisu z art. 73 u.o.o.p., a w szczególności wynik wykładni systemowej i celowościowej prowadzącej do harmonizacji kontekstu rozumienia oraz funkcjonowania wskazanego przepisu, należy uznać, iż nie można przyjąć za akceptowalną wykładni, zgodnie z którą przeprowadzenie wezwania uprzedniego, o którym mowa w art. 73 ust. 1 u.o.o.p., aktywuje obowiązek dokonania przez podmiot wezwania następczego z art. 73 ust. 2 u.o.o.p. Wobec tego za jedyną uzasadnioną interpretację normy z art. 73 u.o.o.p. należy uznać wykładnię wskazującą na okoliczność, że realizacja wezwania uprzedniego z art. 73 ust. 1 u.o.o.p. jest działaniem niezależnym od wezwania następczego, o którym mowa w art. 73 ust. 2 u.o.o.p., a obowiązki te nie mogą być realizowane jednocześnie, czy też następować po sobie kolejno (Szymański, 2019, s. 112). Trzeba przy tym wskazać, iż brak naruszenia obowiązku z art. 73 u.o.o.p. skutkuje niemożnością zastosowania sankcji cywilnej (korporacyjnej) z art. 89 ust. 1 u.o.o.p., tj.

sankcji w postaci pozbawienia akcjonariusza prawa do wykonywania prawa głosu.

Za prawidłowy należy uznać pogląd KNF uwzględniony w Stanowisku z 04.04.2021 r., zgodnie z którym do realizacji obowiązku notyfikacyjnego z art. 69 w związku z art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p. konieczne jest, aby każdy z podmiotów dominujących podmiotu zależnego będącego bezpośrednim nabywcą akcji spółki publicznej, jak i podmiot będący ostatecznym podmiotem dominującym zrealizowali obowiązek notyfikacyjny z art. 69a u.o.o.p. KNF zaakcentowała, iż wypełnienie obowiązku notyfikacyjnego przez podmiot ostatecznie dominujący nad podmiotem zależnym bezpośrednio

przekraczającym próg z art. 69 u.o.o.p. lub wypełnienie obowiązku notyfikacyjnego przez podmiot bezpośrednio dominujący względem tego podmiotu zależnego nie zwalnia pozostałych podmiotów dominujących z indywidualnego obowiązku, o którym mowa w art. 69a ust. 1 pkt 3 u.o.o.p.

Konkludując, analiza przepisu z art. 89 u.o.o.p. prowadzi do jednoznacznej i potwierdzonej przez KNF w Stanowisku konstatacji, iż brak ujęcia w treści wskazanego przepisu referencji do art. 69a u.o.o.p. należy interpretować *in favorem* niemożności zastosowania sankcji zakazu wykonywania prawa głosu z akcji w sytuacji naruszenia obowiązku z art. 69a u.o.o.p.

## Przypisy/Notes

- <sup>1</sup> Dz.U. z 2020 r., poz. 2080 ze zm.
- <sup>2</sup> Postanowienie SA w Lublinie z 16.12.2009 r., I ACz 1046/09, *Prawo Spółek*, 2010, nr 2, s. 6; postanowienie SA w Lublinie z 02.03.2010 r., I ACz 153/10, niepublikowane.
- <sup>3</sup> Wyrok SA w Białymstoku z 14.07.2011 r., I ACa 246/11, LEX nr 1164168.
- <sup>4</sup> Wyrok SO w Warszawie z 27.11.2017 r., XXVI GC 699/15, LEX nr 2476361.
- <sup>5</sup> 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, [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko\\_UKNF\\_ws\\_wezwan\\_i\\_notyfikacji-grupy\\_kapitalowe.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_wezwan_i_notyfikacji-grupy_kapitalowe.pdf) (pobrano 15.06.2021).
- <sup>6</sup> W odniesieniu do funkcji, jakie pełnią Stanowiska KNF publikowane na stronie internetowej KNF, por. szerzej: [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-13-1-2015-MT\\_43861.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DRK-WK-485-13-1-2015-MT_43861.pdf) (pobrano 15.06.2021).
- <sup>7</sup> Wyrok SA w Białymstoku z 14.07.2011 r., I ACa 246/11, LEX nr 1164168; wyrok SA w Białymstoku z 29.06.2012 r., I ACa 218/12, LEX nr 1480399.
- <sup>8</sup> Wyrok SA w Białymstoku z 29.06.2012 r., I ACa 218/12, LEX nr 1480399; wyrok WSA w Warszawie z 17.01.2007 r., VI SA/Wa 1663/06, LEX nr 299743; wyrok SO w Warszawie z 24.04.2017 r., XX GC 790/15, LEX nr 2472675; wyrok WSA w Warszawie z 28.03.2019 r., VI SA/Wa 1948/18, LEX nr 2732689.
- <sup>9</sup> Wyrok SA w Białymstoku z 29.06.2012 r., I ACa 218/12, LEX nr 1480399; wyrok SA w Białymstoku z 28.05.2014 r., I ACa 3/14, LEX nr 1477015.
- <sup>10</sup> Dz.Urz. UE L z 21.04.2004 r., nr 142, s. 12 i n.; W dyrektywie tej wskazano, że: „W sytuacji, gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki w rozumieniu art. 1 ust. 1, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu, dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, dający jej kontrolę nad tą spółką, Państwa Członkowskie zapewniają, że od takiej osoby wymaga się złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie do wszystkich posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej cenie, jak to określono w ust. 4.”
- <sup>11</sup> W praktyce wykładnia prounijna kreuje obowiązek dokonywania wykładni przepisów prawa krajowego w najszerszym możliwym zakresie w świetle brzmienia i celu danej dyrektywy unijnej, aby tym samym osiągnąć rezultat w niej przewidziany (obowiązek ten wynika z zasady lojalności (solidarności) państw członkowskich wobec Unii Europejskiej (por. szerzej: art. 4 ust. 3 ak. 2 Traktatu o Unii Europejskiej). W porządku krajowym obowiązek ten znajduje potwierdzenie w art. 91 ust. 1 Konstytucji RP, ustanawiającym obowiązek traktowania ratyfikowanych umów międzynarodowych jako części krajowego porządku prawnego). Obowiązek ten stanowi instrument zapewniania praktycznej efektywności i skuteczności (tzw. *effet utile*) prawa Unii Europejskiej w państwach członkowskich, a w szczególności tych jego przepisów, które nie są bezpośrednio skuteczne. Por szerzej: wyrok ETS z 10.04.1984 r., 14/83, von Colson i Kamann v. Nadrenia Północna-Westfalia, ECR 1984, s. 1891; wyrok ETS z 08.10.1987 r., 80/86, Kolpniġhuis Nijmegen, ECR 1987, s. 3969; wyrok ETS z 13.11.1990 r., C-106/89, Marleasing, ECR 1990, s. I-4135; wyrok ETS z 09.03.2004 r., od C-397/01 do C-403/01, Pfeiffer, Zb. Orz. 2004, s. I-8835; Biernat, 2000, s. 27–75; C. Mik, 2005, s. 138.
- <sup>12</sup> Uzasadnienie do projektu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Sejm IV kadencji, druk nr 3970, <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=3755> (pobrano 15.06.2021).
- <sup>13</sup> Wyrok WSA w Warszawie z 19.08.2020 r., VI SA/Wa 307/20, LEX nr 3068159.
- <sup>14</sup> Wyrok WSA w Warszawie z 27.02.2020 r., VI SA/Wa 884/19, LEX nr 3034149.
- <sup>15</sup> Zdefiniowane jako: „uzyskanie statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej posiadającej akcje spółki publicznej, lub w innej spółce kapitałowej lub osobie prawnej będącej wobec niej podmiotem dominującym oraz nabycie lub objęcie akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny” (*argumentum ex art. 4 pkt 27 u.o.o.p.*).
- <sup>16</sup> Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004 r., s. 38–57.
- <sup>17</sup> Wyrok SA w Białymstoku z 14.07.2011 r., I ACa 246/11, LEX nr 1164168; wyrok SA w Białymstoku z 29.06.2012 r., I ACa 218/12, LEX nr 1480399.
- <sup>18</sup> Wyrok SN z 12.12.1973 r., II CR 686/73, OSPiKA 1975, z. 5.
- <sup>19</sup> Wyrok SO w Warszawie z 27.11.2017 r., XXVI GC 699/15, LEX nr 2476361.
- <sup>20</sup> Dz.U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.
- <sup>21</sup> Sankcja odszkodowawcza stanowi drugą z sankcji o charakterze prywatnoprawnym. Wszak jej konkretyzacja jest *de lege lata* możliwa, ale, biorąc pod uwagę specyfikę polskiego rynku kapitałowego i apatyczną postawę inwestorów uczestniczących w obrocie na nim, jej zastosowanie w praktyce wydaje się mało prawdopodobne.
- <sup>22</sup> Wyrok NSA z 19.02.2021 r., II GSK 1339/20, LEX nr 3146761.
- <sup>23</sup> Wyrok NSA z 31.01.2012 r., II GSK 334/11, LEX nr 1113736.
- <sup>24</sup> Wyrok TK z 24.01.2006 r., SK 52/04, OTK-A 2006/1/6.
- <sup>25</sup> Wyrok WSA w Warszawie z 14.01.2020 r., VI SA/Wa 2176/19, LEX nr 3010823.

## Bibliografia/References

- Baszczyk, M. (2018). *Skutki naruszenia obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem pakietów akcji*. LEX/el.
- Biernat, S. (2000). Zasada efektywności prawa wspólnotowego w orzecznictwie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. W: S. Biernat (Red.), *Studia z prawa Unii Europejskiej*. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Chłopecki A., & Mrowiec Z. (2000). Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi. *Przegląd Prawa Handlowego*, (1), 17–28.
- Chłopecki, A. (2013). Wykorzystanie konstrukcji umowy ubezpieczenia na rynku finansowym a problem tzw. obejścia prawa. *Przegląd Prawa Handlowego*, (2), 4–8.
- Chłopecki, A. (2014). W: A. Chłopecki, M. Dyl (Red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*. LEX. A Wolters Kluwer business.
- Dąbrowska, J. (2016). *Zaskarżanie uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*. LEX/el.
- Domański, G. (1999). Znaczne pakiety akcji. W: L. Sobolewski (Red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*. C.H.Beck.
- Famirski, A. (2014). W: M. Michalski (Red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*. C.H.Beck.
- Gago-Rudnicka, S., & Jakszuk, S. (2014). W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (Red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. C.H.Beck.
- Gasiński, Ł. (2013). Dopuszczalność zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia przez akcjonariusza, który utracił możliwość wykonywania prawa głosu na podstawie art. 89 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej. Głosa do postanowienia Sądu Apelacyjnego z dnia 19 lipca 2011 r., I ACz 749/11. *Głosa*, (3), 28–35.
- Goszczyk, M., & Domański, G. (2007). Nabycie akcji spółki publicznej — obowiązek ogłaszania wezwań. *Przegląd Prawa Handlowego*, (4), 4–7.
- Hu, H. T. C., & Black, B. (2008). Debt, equity, and hybrid decoupling: Governance and systemic risk implications. University of Texas, School of Law, Law and Economics. *Working Paper no. 120*.
- Kamiński, S. (2001). Znaczne pakiety akcji. *Głosa*, (1), 14–17.
- Kurcz, B. (2012). W: D. Kornobis-Romanowska, J. Łacny (Red.), *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*. Tom 3. LEX. A Wolters Kluwer business.
- Łazarewicz, S. (2020). Legitymacja czynna współników do zaskarżania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych. *Studia Prawnoustrojowe*, (47), 109–120.
- Maśnicki, J. (2015). Koncepcje implementacji prawa pochodnego. *Studia Europejskie*, (2), 107–117.
- Maśnicki, J. (2017). Metody transpozycji dyrektyw. *Europejski Przegląd Sądowy*, (8), 4–13.
- Mataczyński, M. (2011). *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*. LEX. A Wolters Kluwer business.
- Mataczyński, M. (2014). Możliwość ustalenia przez spółkę nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza. *Przegląd Prawa Handlowego*, (10), 49–53.
- Mataczyński, M. (2015). Komentarz do art. 69, art. 89 u.o.o.p. W: T. Sójka (Red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. LEX. A Wolters Kluwer business.
- Michalski, M. (2012). Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej a regulacja pośredniego nabycia akcji przewidziana w KSH. *Monitor Prawniczy*, (5), 231–236.
- Michalski, M. (2014). Komentarz do art. 69 u.o.o.p. W: M. Michalski (Red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*. C.H.Beck.
- Mik, C. (2005). Wykładnia zgodna prawa krajowego z prawem UE. W: S. Wronkowska (Red.), *Polska kultura prawna a proces integracji europejskiej*. Kantor Wydawniczy Zakamycze.
- Pawelczyk, M. (2003). Nabywanie znacznych pakietów akcji przez subemitenta. *Prawo Spółek*, (1).
- Pawelczyk, M., & Tałaj, T. (2008). Statutowe obowiązki informacyjne nabywcy akcji a wykonywanie prawa głosu przez akcjonariusza. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, (3).
- Pęczyk-Tofel, A., & Tofel, M. S. (2010a). Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 1). *Prawo Spółek*, (3), 20–31.
- Pęczyk-Tofel, A., & Tofel, M. S. (2010b). Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2). *Prawo Spółek*, (4), 16–25.
- Piskorz-Szpytka, A. (2016). *Obowiązki nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych nałożone na podmioty dominujące oraz działające w porozumieniu* [Niepublikowana rozprawa doktorska, Uniwersytet Warszawski].
- Puchalski, A. (2016). *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*. C.H.Beck.
- Regucki, T. (2013). Regulacja wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji a pokrzywdzenie akcjonariuszy mniejszościowych. *Zarządzanie i Finanse*, (2), 445–458.
- Romanowski, M. (2004). Głosa do uchwały SN z 27.03.2003 r., I KZP 6/03. *Przegląd Prawa Handlowego*, (5), 36–41.
- Romanowski, M. (2008). Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie. *Przegląd Prawa Handlowego*, (1), 24–33.
- Sokal, P. (2006). Obowiązki spółek publicznych oraz akcjonariuszy w związku z nabyciem znacznych pakietów akcji. *Prawo Spółek*, (12).
- Stec, R. (2016). *System Prawa Handlowego. Tom 4. Prawo instrumentów finansowych*. C.H.Beck.
- Szewczyk, J. (2020). Raportowanie znacznych pakietów akcji w grupie kapitałowej. *Przegląd Prawa Handlowego*, (11), 53–58.
- Szymański, R. F., *Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych* [Niepublikowana rozprawa doktorska, Instytut Prawa Cywilnego WPiA, Uniwersytet Warszawski], <https://www.wpia.uw.edu.pl/uploads/media/5f3e3dfd7e193/2200-dr-pr-88012003215.pdf?v1> (pobrano 15.06.2021).
- Śliwa-Wajda, M. (2018). W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (Red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Legalis.
- Tofel, M. S. (2006). Wpływ głosów nieważnych na ważność i istnienie uchwały — uwagi na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej. *Przegląd Prawa Handlowego*, (11), 33–38.
- Woźniak, R. (2019). Ustalenie ceny w wezwaniu w związku z pośrednim nabyciem akcji spółki publicznej — głosa do wyroku Sądu Apelacyjnego z 26.04.2017 r., I ACa 142/16. *Głosa*, (2), 32–39.

**Dr hab. Paweł Wajda, prof. UW**

Profesor Uniwersytetu Warszawskiego, pracuje w Katedrze Prawa i Postępowania Administracyjnego na Wydziale Prawa i Administracji UW, adwokat, of counsel w Baker McKenzie.

**Dr hab. Paweł Wajda, prof. UW**

Professor at the Faculty of Law and Administration of the University of Warsaw, an advocate, as an of counsel in the Baker McKenzie law firm, he is responsible for the area of the financial services regulatory.

Philip Kotler  
Giuseppe Stigliano

# RETAIL 4.0

10 zasad  
handlu detalicznego  
w erze cyfrowej



Polskie  
Wydawnictwo  
Ekonomiczne

Rewolucja technologiczna ostatnich kilkudziesięciu lat zmieniła wiele założeń, na których opierał się świat handlu detalicznego. Oczekiwania klientów rozwijają się z prędkością cyfrową: kupujący pragną coraz bardziej angażujących, spersonalizowanych doświadczeń. Informacje krążą z niezwykłą szybkością, rynek stał się bardziej poziomy, integracyjny i społeczny, a podróż klienta jest coraz mniej liniowa i przewidywalna. Ten, kto wcześniej był tylko „odbiorcą” kampanii marketingowych i komunikacyjnych, dziś staje się ich twórcą. Wiele firm postrzega to jako problem, a nawet „apokalipsę handlu detalicznego”, ale inne — jako niezwykłą okazję. Książka ma na celu przedstawienie ram interpretacyjnych do zrozumienia konsekwencji transformacji cyfrowej dla handlu detalicznego i skutecznego zarządzania nią.

Tezy i zasady zawarte w Retail 4.0 są wzbogacone o praktyczne wskazówki. Autorzy konfrontują swój punkt widzenia z prezesami i top menedżerami międzynarodowych firm, takich jak Amazon, Autogrill, Boggi, Bridgestone, Brooks Brothers, Brunello Cucinelli, Campari Group, Carrefour, Coccinelle, Disneyland Paris, Eataly, Henkel, HSBC, KIKO Milano, La Martina, Levi Strauss & Co., Marks & Spencer, Moleskine, Mondadori Retail, Natuzzi, Safilo Group, SEA Aeroporti di Milano, Shiseido Group. W książce opisano też 11 polskich startupów, które będą napędzać innowacje w handlu detalicznym.