

Uniwersytet Warszawski
Wydział Prawa i Administracji
Katedra Prawa Handlowego

mgr Rafał Filip Szymański

Streszczenie rozprawy doktorskiej

Korporacyjnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znaczących pakietów akcji spółek publicznych

Przedmiotem rozprawy doktorskiej są badania nad problematyką dotyczącą korporacyjnoprawnych skutków naruszenia obowiązków związanych z obrotem znaczącymi pakietami akcji spółek publicznych. Ściśle rzecz biorąc, rozważania zawarte w dysertacji koncentrują się na analizie szczególnie dolegliwej sankcji, o której stanowi regulacja art. 89 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2019 r. poz. 623 ze zm. - dalej jako: „u.o.p.”), tj. na analizie zakazu wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej przez akcjonariusza – nabywcę znacznego pakietu akcji, który uchybił poszczególnym obowiązkom określonym w rozdziale 4. u.o.p.

Obowiązki te stanowią w znacznej mierze implementację standardów prawa unijnego dedykowanych ochronie interesów akcjonariuszy mniejszościowych, przy czym, jawiąc się w skomplikowany i złożony sposób, faktycznie ingerują w podstawowe swobody obrotu prawami majątkowymi (papierami wartościowymi). Świadczy o tym, w szczególności, potrzeba niezwłocznego notyfikowania zmian stanu posiadania czy wymóg ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub na zamianę akcji spółki publicznej w związku z przekroczeniem wskazanych w u.o.p. progów udziału w ogólnej liczbie głosów (tzw. progów majoryzacyjnych), a także konieczność proponowania i zapłaty adresatom wezwania ściśle określonej ceny (nie niższej niż minimum ustalone wg przepisów u.o.p.) za akcje będące jego przedmiotem. Pomimo jednak nałożenia na nabywców znaczących pakietów akcji spółek publicznych tak daleko idących obowiązków ustawowych, problematykę kontroli i oceny ich należytego wykonywania prawodawca pozostawił zasadniczo nieuregulowaną (uregulowaną w sposób zdawkowy). Co za tym idzie, *de lege lata* nie jest jasne, kto ani w jakim trybie może (ma prawo) stwierdzić prawidłowość albo nieprawidłowość nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a w konsekwencji, komu przysługuje *ius decidendi* w kwestii pozbawienia nabywcy znacznego pakietu akcji prawa do głosowania na WZA spółki publicznej. Innymi słowy nie wiadomo po prostu, kto *de facto* powinien „wyegzekwować” sankcję, o której mowa w art. 89 u.o.p. w obliczu powzięcia uzasadnionych informacji o naruszeniu obowiązków

wynikających z u.o.p. Ostatecznie wyłączną kognicję w tym zakresie należy przyznać sądowi powszechnemu, jednakże ze względu na przewlekłość postępowań sądowych – w szczególności w konfrontacji w potrzebą dynamiki obrotu na rynku giełdowym – nie gwarantuje to ani szybkiego, ani tym bardziej efektywnego rozwiązania problemu.

Niemniejsze wątpliwości doktryny oraz środowiska rynku giełdowego, a przede wszystkim, najbardziej zainteresowanych, tj. nabywców znacznych pakietów akcji, wywołuje ponadto charakter prawny, zakres i skutki zastosowania badanej sankcji. Kontrowersje budzi przede wszystkim zasięg czasowy „ubezpieczenia” akcji, a mianowicie kwestia czy akcjonariusz, który uchybił obowiązkom ustawowym nie może wykonywać prawa głosu z akcji do czasu zadośćuczynienia naruszonym obowiązkom, czy zakaz ten obowiązuje go na zawsze? Wydaje się, iż mając na uwadze wykładnię funkcjonalną, a także postulaty w zakresie proporcjonalności (adekwatności) sankcji do skali naruszenia regulacji rynku kapitałowego należy opowiedzieć się za słusznością pierwszego stanowiska. Przedmiotem kontrowersji bywa też relacja omawianej sankcji do pozostałych uprawnień inkorporowanych w akcji, w szczególności tych, które związane są z prawem głosu (nie wiadomo jak aktualizacja sankcji korporacyjnoprawnej wpływa na możliwość ich wykonywania). Generalnie przepisy u.o.p. nie zawierają wyczerpujących unormowań we wskazanych materiałach i rodzą na tym tle poważne wątpliwości, które w obliczu potencjalnych nieprawidłowości w nabywaniu znacznych pakietów akcji rozstrzygać muszą w praktyce sami uczestnicy rynku. Nie ulega natomiast kwestii, że regulacje prawne poświęcone analizowanej sankcji powinny być skonstruowane w sposób precyzyjny i czytelny tak, aby stanowić proporcjonalny i skuteczny mechanizm, który z jednej strony motywuje do prawidłowego wykonywania obowiązków ustawowych oraz z drugiej strony efektywnie dyscyplinuje przypadki ich naruszeń.

Ustanowione w sposób niespójny przepisy prawa (a w zasadzie ich częściowy brak) powodują z kolei w praktyce, że ani organy spółek publicznych, ani ich akcjonariusze nie wiedzą jak należy zachować się w stosunku do danego akcjonariusza w obliczu powzięcia informacji o ziszczeniu się przesłanek uruchomienia sankcji polegającej na odebraniu mu prawa głosu z akcji. Sytuacja komplikuje się rzecz jasna jeszcze bardziej wtedy, gdy informacje takie ujawniają się tuż przed otwarciem walnego zgromadzenia akcjonariuszy lub w trakcie jego obrad. Ów stan niepewności prawnej jest nie tylko kontrowersyjny teoretycznie, ale, przede wszystkim, niepożądany z punktu widzenia stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółce publicznej oraz bezpieczeństwa obrotu prawnego, w którym te spółki uczestniczą. Nadto, zagraża on także pewności statusu korporacyjnoprawnego zarówno nabywców znacznych pakietów jej akcji, jak i pozostałych jej akcjonariuszy (mniejszościowych). Posiadanie lub nieposiadanie przez danego akcjonariusza prawa głosu z określonej liczby akcji na WZA wpływa bowiem zarówno na jego pozycję w akcjonariacie oraz udział w ogólnej liczbie głosów, jak i na (proporcjonalny) wzrost lub spadek siły oraz udziału pozostałych akcjonariuszy w spółce. W końcu, aktualny stan prawny rodzi również niebezpieczeństwo jeżeli chodzi o prawidłową organizację i funkcjonowanie spółek publicznych w obrocie prawnym, na

co przecież władanie znacznym pakietem akcji odpowiednio się przekłada. O ile bowiem *de iure* głosów oddanych z takiego pakietu akcji wbrew zakazowi nie bierze się pod uwagę przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą WZA, to *de facto* dopóty, dopóki uchwała, nad której podjęciem akcjonariusz zagłosował wbrew zakazowi nie zostanie poddana sądowej kontroli, spółka publiczna może funkcjonować w obrocie prawnym na podstawie „trefnej” decyzji jej organu właścicielskiego.

Powyższe problemy badawcze dały asumpt do postawienia głównej tezy badawczej rozprawy, a mianowicie twierdzenia, że regulacja art. 89 u.o.p. stanowiąca o sankcji korporacyjnoprawnej jest dalece niedoskonała – zagraża stabilności stosunków korporacyjnoprawnych w spółkach publicznych, a także bezpieczeństwu i pewności obrotu prawnego, w którym te spółki biorą udział. W celu udowodnienia tej tezy na tle rozprawy doktorskiej sformułowany został szereg szczegółowych pytań badawczych mających za przedmiot m.in. naturę jurydyczną, treść, zakres zastosowania, tryb „egzekwowania”, a nawet proporcjonalność i konstytucyjność sankcji uregulowanej w art. 89 u.o.p. Udzielenie odpowiedzi na te pytania w kolejnych stadiach rozprawy stanowiło zarazem cel sam w sobie, a w rezultacie pozwoliło potwierdzić główną tezę badawczą dysertacji. W tym kontekście swoistym celem badawczym było również zaproponowanie w ramach dysertacji rozwiązań *de lege ferenda*, których uwzględnienie w przyszłości mogłoby przyczynić się do minimalizacji obserwowanych obecnie zagrożeń.

Zamierzone cele badawcze udało się osiągnąć, w szczególności, poprzez: (i) stopniową identyfikację poszczególnych wymogów obciążających nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych, (ii) opis możliwych przypadków naruszeń tych wymogów, (iii) kompleksową analizę ustawowej sankcji utraty prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej i ocenę konsekwencji uruchomienia tej sankcji oraz (iv) zbadanie zasad organizacji i przeprowadzania WZA spółki publicznej przez pryzmat kontroli wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza, jak również możliwości i sposobów pozbawienia go tego prawa, a także (v) weryfikację uprawnień poszczególnych podmiotów, organów, funkcjonariuszy lub instytucji uczestniczących w przygotowaniu i przeprowadzaniu WZA spółki publicznej oraz w jej bieżącym funkcjonowaniu i nadzorze nad nim – w kontekście możliwości efektywnego (stwierdzenia) zastosowania sankcji pozbawienia prawa głosu. Dążenie do osiągnięcia wyznaczonych celów naukowych polegało, przede wszystkim, na ustaleniu *ratio legis*, funkcji i ekonomicznego kontekstu badanych regulacji oraz ich relacji do fundamentalnych zasad prawa prywatnego, a także na ich porównaniu z odpowiednimi zagranicznymi rozwiązaniami prawnymi (do analizy komparatystycznej wybrałem subiektywnie regulacje prawa niemieckiego, francuskiego oraz amerykańskiego). Tak więc osiągnięciu założonych celów badawczych rozprawy sprzyjała głównie formalno-dogmatyczna analiza obowiązującego prawa. Uzupełniająco zaś sięgnięto do instrumentów badawczych znanych tzw. metodzie historycznej, metodzie prawnoporównawczej (komparatystyka prawnicza) i metodzie teoretycznoprawnej. Jednocześnie bardzo istotną metodą badawczą, z której korzystałem na przestrzeni całej rozprawy była tzw. ekonomiczna analiza prawa (*law & economics*).

Mając na uwadze merytoryczną przejrzystość rozprawy doktorskiej, została ona podzielona na sześć zasadniczych rozdziałów merytorycznych, poprzedzonych wprowadzeniem oraz zwieńczonych zakończeniem.

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

Przedmiotem rozważań drugiego rozdziału rozprawy jest kompleksowa analiza możliwych przypadków naruszeń obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz ustalenie, które spośród tego rodzaju naruszeń uruchamiają sankcję pozbawienia prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej. W pierwszej części tego rozdziału omówiono naruszenia obowiązków informacyjnych spoczywających na uczestnikach obrotu znacznymi pakietami akcji spółek publicznych tak, aby w drugiej części skoncentrować się na opisie nieprawidłowości związanych konkretnie z wymogami w zakresie ogłaszania i przeprowadzania wezwań do sprzedaży lub zamiany akcji spółki publicznej. Istotny fragment rozdziału drugiego poświęcony został analizie winy (*sensu stricto*) jako kryterium oceny dokonanego naruszenia, a co za tym idzie jako przesłanki aktualizacji zakazu wykonywania prawa głosu z akcji. W końcowej części tego rozdziału szczególną uwagę poświęciłem możliwościom naprawienia – sanacji stanu dokonanych naruszeń.

Wobec uporządkowania w dwóch pierwszych rozdziałach rozprawy, kolejno, obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz przypadków naruszeń tych obowiązków, *clou* rozdziału trzeciego stanowi precyzyjna analiza sankcji korporacyjnej stanowiącej

konsekwencję omówionych wcześniej naruszeń. Przedmiotowa sankcja w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z części lub ze wszystkich posiadanych akcji spółki publicznej została zbadana pod kątem jej treści i charakteru prawnego, a także zakresu podmiotowego i przedmiotowego. W związku z tym podjęta została próba wyjaśnienia skutków zastosowania przedmiotowej sankcji w stosunku do innych poszczególnych uprawnień korporacyjnych akcjonariusza spółki publicznej. W opisywanym rozdziale ma również miejsce analiza badanej sankcji przez pryzmat konstytucyjnej zasady ochrony praw słusznie nabytych. Istotna część rozdziału poświęcona jest też analizie prawa głosu i aktu głosowania, jako, że są to elementy bezpośrednio dotykane badaną sankcją korporacyjnoprawną. Ponadto, w rozdziale trzecim ustalone zostały znaczenie i konsekwencje rozróżnienia pomiędzy „wykonywaniem” prawa głosu a „posiadaniem” ogólnej liczby głosów. Ustawodawca posługuje się bowiem dwoma tymi sformułowaniami determinując poszczególne uprawnienia korporacyjne akcjonariuszy spółek publicznych. Ich interpretacja jest zatem niezbędna w kontekście analizy sankcji utraty prawa głosu stanowiącej następstwo naruszenia obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W końcowej części tego rozdziału, niejako pomocniczo w celu wykładni systemowej regulacji badanej sankcji z art. 89 u.o.p., stypizowane zostały podobne sankcje utraty prawa głosu z akcji, określone na mocy przepisów szczególnych.

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

Rozdział piąty rozprawy to w istocie jej zasadniczy element. Na tym etapie prowadzonych wywodów wszelka uwaga poświęcona została podstawowemu zagadnieniu badanemu w ramach pracy, czyli korporacyjnoprawnym konsekwencjom naruszenia obowiązków dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych w kontekście ich praktycznego zastosowania. Konsekwencje te zbadalem więc przez pryzmat dostępnych mechanizmów kontroli wypełniania obowiązków związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych oraz, w razie zaobserwowania ich naruszeń, pod kątem środków weryfikacji prawa głosu akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej, a co za tym idzie, sposobów zastosowania korporacyjnoprawnego zakazu wykonywania prawa głosu z części lub z całości posiadanych przez niego akcji. W związku z tym, pierwsza część rozdziału piątego polega na kompleksowym omówieniu

zasad organizacji i przeprowadzania walnych zgromadzeń w spółkach publicznych, a szczególnie nacisk jest położony na analizę reguł dotyczących sporządzania listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu spółki publicznej, dopuszczania do udziału w walnym zgromadzeniu spółki publicznej, czy głosowania nad uchwałami walnego zgromadzenia spółki publicznej. W rezultacie zbadania tych reguł, w drugiej kolejności wszelka uwaga poświęcona została *meritum* tego rozdziału, tj. ocenie możliwości poszczególnych podmiotów, organów, funkcjonariuszy lub instytucji odnośnie do „egzekwowania” / „wdrożenia w życie” sankcji pozbawienia prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej. W tym miejscu przeanalizowane są, w szczególności, ewentualne kompetencje w tym zakresie przysługujące na rzecz zarządu spółki publicznej, przewodniczącego WZA spółki publicznej, notariusza protokołującego obrady WZA spółki publicznej, Komisji Nadzoru Finansowego w ramach jej zadań nadzorczych, bądź, w końcu, sądu w drodze postępowania ustalającego prawo akcjonariusza do wykonywania prawa głosu podczas WZA spółki publicznej. Innymi słowy, ten fragment rozprawy poświęcony został ocenie tego, jak mogą lub powinny zachować się poszczególne podmioty, organy, funkcjonariusze bądź instytucje uczestniczące w zwoływaniu lub przeprowadzaniu WZA spółki publicznej, w przypadku powzięcia informacji o naruszeniu wymogów dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W związku z powyższym, w rozdziale piątym rozstrzygnięta jest także kwestia możliwości samego akcjonariusza-nabywcy znacznego pakietu akcji spółki publicznej „prewencyjnego” ustalenia w trybie powództwa o ustalenie czy – w razie powziętych wątpliwości co do poprawności wykonania spoczywających na nim obowiązków – prawo głosu z posiadanych akcji spółki publicznej mu przysługuje, czy je utracił, a jeżeli tak, to w jakim zakresie. W końcowej części rozdziału opisane są także zaobserwowane problemy praktyczne na tle rozwiązań analizowanych w tym fragmencie pracy, zaś, w oparciu o wcześniej przeprowadzone wywody, sformułowano również krytyczne wnioski *de lege lata* oraz podjęta została próba przedstawienia pożądanych postulatów *de lege ferenda*.

Przedmiotem rozważań ostatniego rozdziału rozprawy jest z kolei analiza konsekwencji wykonania przez akcjonariusza-nabywcę znacznego pakietu akcji spółki publicznej prawa głosu z akcji wbrew obejmującemu go zakazowi wykonywania tego prawa, a tym samym, ustalenie wpływu oddania trefnych głosów – niejako w rezultacie wadliwego zastosowania sankcji z art. 89 u.o.p. – na kształt i ważność danej uchwały WZA spółki publicznej. W rozdziale szóstym pracy zbadane zostały więc dostępne środki prawne sądowej kontroli i eliminacji uchwał WZA spółki publicznej, które podjęte zostały z naruszeniem przepisów penalizujących nieprawidłowości w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych. Innymi słowy, w rozdziale tym zasadniczą rolę odgrywają rozważania na temat *de facto* ostatecznej kognicji sądu w zakresie następczego stwierdzenia i „wyegzekwowania” (*ex post*) sankcji pozbawienia prawa głosu z części lub z całości posiadanych akcji spółki publicznej.