DEMATERIALIZACJA AKCJI W ŚWIETLE EWOLUCJI SPÓŁKI PUBLICZNEJ

MACIEJ TĄKIEL

Exante Wydawnictwo Naukowe

DEMATERIALIZACJA AKCJI W ŚWIETLE EWOLUCJI SPÓŁKI PUBLICZNEJ

MACIEJ TĄKIEL

DEMATERIALIZACJA AKCJI W ŚWIETLE EWOLUCJI SPÓŁKI PUBLICZNEJ

MACIEJ TĄKIEL

Exante Wydawnictwo Naukowe

RECENZENT
prof. dr hab. Marek Wierzbowski

KOREKTA I SKŁAD
dr Klaudia Pujer

Dematerializacja akcji w świetle ewolucji spółki publicznej
© Copyright by Maciej Tąkiel

Wszelkie prawa zastrzeżone.
Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości
lub fragmentów niniejszej książki w sposób elektroniczny, fotograficzny
i inny bez zgody Autora zabronione.

Stan prawny na dzień 20 lutego 2021 roku.

Wrocław 2023

Exante Wydawnictwo Naukowe
WWW: exante.com.pl, korekta.pro

ISBN 978-83-66187-89-4 (PDF)
ISBN 978-83-66187-88-7 (oprawa miękka)

Spis treści

WYKAZ SKRÓTÓW I DEFINICJI 10

WSTĘP 23

1. Przedmiot i cel pracy 23
2. Uzasadnienie wyboru tematu 24
3. Przyjęte założenia 26
4. Tezy pracy 27
5. Metody badawcze 28
6. Struktura pracy 29
7. Uwzględniony stan prawny 30

I. ZJAWISKO DEMATERIALIZACJI AKCJI 32

1.1. Wprowadzenie 32
1.2. Pojęcie dematerializacji papierów wartościowych 32
1.2.1. Gradacja pojęcia dematerializacji papieru wartościowego z perspektywy ewolucji obrotu 34
1.2.2. Geneza pojęcia dematerializacji papieru wartościowego z perspektywy regulacyjnej 36
1.2.2.1. Model niemiecki – immobilizacja 36
1.2.2.2. Model francuski – dematerializacja *sensu stricto* 42
1.2.3. Zalety dematerializacji papieru wartościowego 44
1.3. Dematerializacja akcji w prawie polskim 47
1.3.1. Akcja jako papier wartościowy 47
1.3.2. Geneza pojęcia dematerializacji akcji w prawie polskim 52
1.3.2.1. Wprowadzenie 52
1.3.2.2. Dematerializacja obrotu – p.p.o.p.w. 1991 55
1.3.2.3. Dematerializacja *sensu stricto* – p.p.o.p.w. 1997 61
1.3.3. Dematerializacja obecnie 68

1.3.3.1. Wprowadzenie 68
1.3.3.2. Tryby dematerializacji 73
1.3.3.2.1. Dematerializacja systemowa i autonomiczna 73
1.3.3.2.2. Dematerializacja obligatoryjna i fakultatywna 80
1.3.4. Dematerializacja akcji w świetle przyszłych zmian legislacyjnych 83
1.3.4.1. Wprowadzenie 83
1.3.4.2. Przyczyny obligatoryjnej dematerializacji akcji spółek niepublicznych 86
1.3.4.3. Obligatoryjna dematerializacja akcji spółki niepublicznej . 89
1.3.4.4. Konsekwencje 91
1.3.4.5. Prosta spółka akcyjna 94
1.4. Papier wartościowy wobec zjawiska dematerializacji 99
1.4.1. Koncepcja braku wpływu dematerializacji na konstrukcję papieru wartościowego 99
1.4.2. Koncepcja ingerencji dematerializacji w naturę papieru wartościowego 106
1.4.3. Koncepcja szczególnego reżimu zdematerializowanych papierów wartościowych 111
1.4.4. Podsumowanie 114
1.5. Wnioski 116

II. RYNEK REGULOWANY JAKO DOMICYL SPÓŁKI PUBLICZNEJ 121

2.1. Wprowadzenie 121
2.2. Pojęcie rynku kapitałowego 122
2.2.1. Rynek finansowy jako element systemu finansowego 122
2.2.2. Rynek kapitałowy 126
2.2.2.1. Rynek kapitałowy w ujęciu ekonomicznym 127
2.2.2.1.1. Efektywność informacyjna rynku kapitałowego 128
2.2.2.1.2. Asymetria informacyjna rynku kapitałowego 131
2.2.2.2. Rynek kapitałowy w ujęciu normatywnym 135
2.2.2.2.1. Rynek papierów wartościowych i instrumentów finansowych 136

2.2.2.2.2. Rynek pierwotny i wtórny 137
2.2.2.2.3. Obrót pierwotny i wtórny 138
2.3. Zorganizowany obrót na rynku kapitałowym..... 141
2.3.1. Rynek regulowany 142
2.3.1.1. Rynek regulowany w prawie unijnym 142
2.3.1.2. Rynek regulowany w prawie polskim 145
2.3.2. Alternatywny system obrotu 152
2.4. Wnioski 156

III. EWOLUCJA POJĘCIA SPÓŁKI PUBLICZNEJ 161

3.1. Wprowadzenie 161
3.2. Spółka akcyjna 162
3.2.1. Uniwersalne cechy modelowej spółki akcyjnej 163
3.2.2. Rozdział własności od kontroli..... 165
3.3. Spółka akcyjna a spółka publiczna 170
3.3.1. Założenia porównawcze..... 170
3.3.2. Relacje pomiędzy spółką akcyjną a spółką publiczną 171
3.4. Koncepcje definicyjne spółki publicznej w prawie polskim..... 175
3.4.1. Spółka publiczna w świetle definicji opartej na kryterium dematerializacji akcji..... 176
3.4.1.1. Geneza 176
3.4.1.2. Istota kryterium definicyjnego 179
3.4.1.3. Konsekwencje..... 182
3.4.2. Spółka publiczna w świetle definicji opartej na dopuszczeniu lub wprowadzeniu do obrotu..... 186
3.4.2.1. Geneza 186
3.4.2.2. Istota kryterium definicyjnego 194
3.4.2.3. Konsekwencje..... 195
3.5. Wnioski 196

IV. UZYSKANIE STATUSU SPÓŁKI PUBLICZNEJ 203

4.1. Wprowadzenie 203
4.2. Ramy płaszczyzny porównawczej 211

4.3. Proces IPO ... 216
4.3.1. Uczestnicy procesu ... 219
4.3.2. Przebieg procesu ... 223
4.3.2.1. Prospekt ... 223
4.3.2.2. Oferta publiczna ... 232
4.3.2.3. Zaistnienie spółki publicznej w obrocie ... 237
4.3.2.3.1. Rejestracja i dematerializacja akcji ... 238
4.3.2.3.2. Dopuszczenie do obrotu ... 244
4.3.2.3.3. Wprowadzenie do obrotu ... 253
4.4. Wnioski ... 255

V. IMPLIKACJE UZYSKANIA STATUSU SPÓŁKI PUBLICZNEJ ... 260

5.1. Wprowadzenie ... 260
5.2. Akcje w obrocie wtórnym ... 261
5.2.1. Akcja jako instrument finansowy ... 262
5.3. Zasada jednego reżimu rejestrowego ... 265
5.4. Akcje poza obrotem wtórnym ... 270
5.4.1. Dematerializacja akcji spółki publicznej – aspekty intertemporalne ... 273
5.4.2. Proces dematerializacji ... 278
5.4.2.1. Procedura ... 278
5.4.2.2. Role sponsora emisji i pośrednika rejestracyjnego ... 279
5.5. Wnioski ... 281

VI. REZYGNACJA ZE STATUSU SPÓŁKI PUBLICZNEJ ... 284

6.1. Wprowadzenie ... 284
6.2. Dobrowolne wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym ... 292
6.2.1. Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji spółki ... 294
6.2.1.1. Podmiot uprawniony do ogłoszenia wezwania delistującego ... 296

6.2.1.2. Charakter prawny i treść wezwania 297
6.2.1.3. Przebieg wezwania 298
6.2.2. Uchwała walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu. 302
6.2.2.1. Żądanie umieszczenia w porządku obrad sprawy podjęcia uchwały 302
6.2.2.2. Podjęcie uchwały przez walne zgromadzenie 304
6.2.3. Wniosek do KNF 305
6.2.3.1. Złożenie wniosku 306
6.2.3.2. Wydanie decyzji administracyjnej 307
6.3. Rezygnacja ze statusu spółki publicznej wobec zmian legislacyjnych 308
6.3.1. Skutki prawne nowelizacji u.o.p. 312
6.3.1.1. Skutki o charakterze podmiotowym 312
6.3.1.2. Skutki o charakterze przedmiotowym 314
6.4. Rezygnacja ze statusu spółki publicznej wobec przyszłych zmian legislacyjnych 319
6.5. Wnioski 324

VII. UWAGI KOMPARATYSTYCZNE 327

7.1. Wprowadzenie 327
7.2. Spółka giełdowa 328
7.2.1. Spółka giełdowa w prawie polskim 328
7.2.2. Spółka giełdowa w prawie europejskim 330
7.3. Spółka publiczna w wybranych jurysdykcjach 331
7.3.1. Wielka Brytania 334
7.3.2. Indie 338
7.3.2.1. Spółka publiczna 338
7.3.2.2. Dematerializacja akcji 340
7.4. Wnioski 343

ZAKOŃCZENIE 345

BIBLIOGRAFIA 353

WYKAZ SKRÓTÓW I DEFINICJI

Akty prawa i inne dokumenty

dyrektywa 2001/34/WE w sprawie dopuszczenia	Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE L 184 z dnia 6 lipca 2001 r., s. 1, ze zm.)
dyrektywa 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia	Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 12, ze zm.)
dyrektywa 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy	Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE L 184 z dnia 14 lipca 2007 r., s. 17, ze zm.)
dyrektywa 2017/828/UE	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz. Urz. UE L 132 z dnia 20 maja 2017 r., s. 1)

dyrektywa MIFID I	Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.)
dyrektywa MIFID II	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349, ze zm.)
dyrektywa prospektowa	Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z dnia 31 grudnia 2003 r., s. 64, ze zm.)
dyrektywa o przejrzystości	Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z dnia 31 grudnia 2004 r., s. 38, ze zm.)

k.c.	Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.)
k.h.	Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. – Kodeks handlowy (Dz. U. Nr 57, poz. 502 ze zm.)
k.p.c.	Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. z 2020 r., poz. 1575 ze zm.)
k.p.a.	Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (Dz. U. z 2020 r., poz. 256 ze zm.)
k.s.h.	Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2020 r., poz. 1526 ze zm.)
nowelizacja k.s.h.	Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1798 ze zm.)
nowelizacja rynku finansowego	Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. poz. 2243 ze zm.)
nowelizacja u.o.i.f.	Ustawa z dnia 21 stycznia 2021 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 355)
nowelizacja u.o.p.	Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu

	obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2217 ze zm.)
p.p.o.p.w. 1991	Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.)
p.p.o.p.w. 1997	Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.)
prawo bankowe	Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz. U. z 2020 r., poz. 1896 ze zm.)
Regulamin ASO	Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, wraz z załącznikami, w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 1 marca 2007 r., ze zm.
Regulamin GPW	Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., ze zm.
Regulamin KDPW	Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 42/679/17 Rady Nadzorczej KDPW S.A. z dnia 26 września 2017 r., ze zm.
rozporządzenie 809/2004	Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych

	oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz. Urz. UE L 149 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 236/2012	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz. Urz. UE L 86 z dnia 24 marca 2012 r., s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 648/2012	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L 201 z dnia 27 lipca 2012 r., s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 909/2014	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L 257 z dnia 28 sierpnia 2014 r., str. 1, ze zm.)
rozporządzenie 2017/1129	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną

	papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168 z dnia 30 czerwca 2017 r., s. 12, ze zm.)
rozporządzenie 2019/979	Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/979 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kluczowych informacji finansowych w podsumowaniu prospektu, publikacji i klasyfikacji prospektów, reklam papierów wartościowych, suplementów do prospektu i portalu zgłoszeniowego oraz uchylające rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 382/2014 i rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/301 (Dz. Urz. UE L 166 z dnia 21 czerwca 2019 r., s. 1, ze zm.)
rozporządzenie 2019/980	Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/980 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do formatu, treści, weryfikacji i zatwierdzania prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, i uchylające rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 (Dz. Urz. UE L 166 z dnia 21 czerwca 2019 r., s. 26, ze zm.)

rozporządzenie MAR	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 1, ze zm.)
rozporządzenie MIFIR	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 84, ze zm.)
rozporządzenie w sprawie informacji bieżących	Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. poz. 757 ze zm.)
rozporządzenie w sprawie szczegółowych warunków rynku regulowanego	Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany oraz platforma aukcyjna (Dz. U. poz. 726)
rozporządzenie w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań giełdowych	Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych

	dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz. U. poz. 803)
rozporządzenie w sprawie wzorów wezwań	Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 26 listopada 2020 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach (Dz. U. poz. 2114)
Szczegółowe Zasady Działania KDPW	Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 655/17 Zarządu KDPW S.A. z dnia 28 września 2017 r., ze zm.
Szczegółowe Zasady Obrotu GPW	Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r., ze zm.
u.f.i.	Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. z 2020 r., poz. 95 ze zm.)
u.n.r.f.	Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2020 r., poz. 2059)
u.n.r.k.	Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2020 r., poz. 1400)
u.o.i.f.	Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2020 r., poz. 89 ze zm.)
u.o.p.	Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania

	instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2020 r., poz. 2080)
uzasadnienie nowelizacji k.s.h.	Uzasadnienie rządowego projektu o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3541 z dnia 12 czerwca 2019 r.)
uzasadnienie nowelizacji u.o.i.f.	Uzasadnienie rządowego projektu o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (druk nr 868 z dnia 7 stycznia 2021 r.)
uzasadnienie nowelizacji u.o.p.	Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3755 z dnia 6 sierpnia 2019 r.)

Organy, instytucje i organizacje

EOG	Europejski Obszar Gospodarczy
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
Komisja	KPW, KPWiG lub KNF
KPW	Komisja Papierów Wartościowych
KPWiG	Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
KRS	Krajowy Rejestr Sądowy
MSR	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości

MSSF	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
NBP	Narodowy Bank Polski
NSA	Naczelny Sąd Administracyjny
OECD	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. *Organization for Economic Co-operation and Development*)
SN	Sąd Najwyższy
SO	Sąd Okręgowy
TK	Trybunał Konstytucyjny
UE	Unia Europejska
UKNF	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
UOKiK	Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumenta
WE	Wspólnoty Europejskie
WSA	Wojewódzki Sąd Administracyjny

Czasopisma i publikatory

Dz. U.	Dziennik Ustaw Rzeczypospolitej Polskiej
Dz. Urz. UE	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
MP	Monitor Prawniczy
MPH	Monitor Prawa Handlowego
PiP	Państwo i Prawo
PPH	Przegląd Prawa Handlowego
Pr. Sp.	Prawo Spółek

Inne skróty

AG	*Aktiengesellschaft*
ang.	angielski

art.	artykuł
ASO	alternatywny system obrotu
EUR	euro
GBP	funt brytyjski
lit.	litera
LTD	*private company limited by shares*
m.in.	między innymi
M.T.	Maciej Tąkiel
n.	następne
nb.	numer boczny
niem.	niemiecki
np.	na przykład
nr	numer
OTF	zorganizowana platforma obrotu
par.	paragraf
pkt	punkt
przyp. aut.	przypis autora
PLC	*public limited company*
PLN	złoty
poz.	pozycja
r.	rok
red.	redakcja
RP	Rzeczpospolita Polska
s.	strona
PSA	prosta spółka akcyjna
S.A.	spółka akcyjna
SE	spółka europejska
sp.k.	spółka komandytowa
sp. z o.o.	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

sygn.	sygnatura
t.	tom
tj.	to jest
tzn.	to znaczy
tzw.	tak zwany
UK	Wielka Brytania
USA	Stany Zjednoczone Ameryki
USD	dolar amerykański
ust.	ustęp
UTP	Universal Trading Platform
uw.	uwaga
wg	według
ww.	wyżej wymieniony
vol.	wolumin
z.	zeszyt
ze zm.	ze zmianami
zob.	zobacz

WSTĘP

1. Przedmiot i cel pracy

Niniejsze opracowanie podejmuje problematykę dematerializacji akcji w odniesieniu do zmiany kryterium definicyjnego spółki publicznej w prawie polskim. Jest to zagadnienie z pogranicza prawa spółek (łac. *lex societatis*) i prawa rynku kapitałowego (łac. *lex mercatorum*). Wprowadzone zmiany legislacyjne stanowią odejście od konstrukcji definicji spółki publicznej, opartej dotychczas na technicznej czynności dematerializacji części jej akcji. Za nowe *criterium distinguendi* uznano przesłankę obrotu zorganizowanego, tj. dopuszczenia co najmniej jednej akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP. Poprzednia definicja systemowa spółki publicznej była przedmiotem zasadnej krytyki w polskiej doktrynie i stanowiła unikalne rozwiązanie legislacyjne wśród państw należących do UE. Odpowiednią inicjatywą wydaje się powiązanie definicji spółki publicznej nie z samą czynnością techniczną określającą postać jej akcji, a z celem, jaki ma pełnić w obrocie gospodarczym i określonym reżimie rynkowym.

Pierwszym i zasadniczym celem pracy jest zbadanie przyczyn, procesu, jak i skutków ewolucji spółki publicznej z perspektywy dematerializacji jej akcji, czyli uprzedniego kryterium definicyjnego. Dematerializacja akcji przestaje mieć kluczowe znaczenie dla definicji jednej, szczególnej spółki akcyjnej, jaką niewątpliwie pozostaje spółka publiczna. Dematerializacja staje się immanentną i systemową cechą polskich spółek handlowych, obejmując tym samym m.in. wszystkie niepubliczne spółki akcyjne. Praca ma również odgrywać rolę klamry kompozycyjnej, będącej zwieńczeniem ostatniego trzydziestolecia i postępu w zakresie dematerializacji dokonanego w tym czasie, jak i ostatniego piętnastolecia i słusznym kresem obowiązywania definicji spółki publicznej opartej na tej przesłance.

Przedstawienie ewolucji definicyjnej spółki publicznej w prawie polskim z perspektywy dematerializacji akcji warunkuje realizację drugiego celu pracy, tj. szczegółowej analizy nowej definicji spółki publicznej, zwłaszcza w odniesieniu do płaszczyzny rynku regulowanego. Analiza tego obszaru pozwoli również na identyfikację poczynionych zmian legislacyjnych. Implikacje natury prawnej oraz praktycznej wynikające ze zmian legislacyjnych zostaną również poddane wnikliwej ocenie, szczególnie z perspektywy uzyskania statusu spółki publicznej, konsekwencji z tym związanych, jak i wycofania spółki z rynku regulowanego.

2. Uzasadnienie wyboru tematu

W krajowej literaturze przedmiotu problematyka dotycząca dematerializacji papierów wartościowych była już przedmiotem analiz naukowych, w tym także nielicznych prac o charakterze monograficznym[1]. Analiza definicji spółki publicznej opartej na kryterium dematerializacji jej akcji została również poddana krytyce przez przedstawicieli doktryny[2]. W tym miejscu należy przybliżyć szczególny charakter zmian legislacyjnych, implementowanych sukcesywnie na przestrzeni ostatnich lat.

Lata 2018–2021 były szczególne pod względem aktywności legislacyjnej ustawodawcy. Można je porównać jedynie z latami 2001–2005, gdy została zredefiniowana siatka pojęciowa zarówno prawa handlowego, jak i prawa rynku kapitałowego. Z perspektywy niniejszej pracy należy podkreślić dwa akty prawne mające fundamentalne znaczenie dla polskiego porządku prawnego – nowelizację u.o.p.[3], która ukształtowała nową definicję spółki publicznej, oraz nowelizację k.s.h.[4], która wprowadzając powszechną

[1] Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.
[2] Por. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, PPH 2008, nr 1, s. 4–18 oraz M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009, nr 3, s. 10–16.
[3] Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2217 ze zm.).
[4] Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz

i obligatoryjną dematerializację akcji, była katalizatorem powyższej zmiany. Upowszechnianie dematerializacji również wobec innych kategorii papierów wartościowych oraz wpisanie jej do uchwalonej przez Radę Ministrów Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego[5] było oficjalnym impulsem do ogłoszenia „sezonu na dematerializację"[6]. Zrozumiałe i zasadne jest również wzmożone zainteresowanie przedstawicieli doktryny licznymi zmianami, wprowadzającymi do polskiego porządku prawnego nowe instytucje, a nawet nowe typy spółek kapitałowych. Przemiany te mają rewolucyjny charakter dla ugruntowanego dotychczas systemu spółek handlowych.

Tematyka ewolucji definicji spółki publicznej, choć wyraźnie sygnalizowana już na etapie prac legislacyjnych[7], znalazła się nieco w cieniu dyskursu prowadzonego przez doktrynę. Przedmiotem dotychczasowych badań naukowych nie była rezygnacja z kryterium definicyjnego opartego na dematerializacji akcji i wprowadzeniu nowej definicji spółki publicznej. W literaturze przedmiotu nie odnotowano dotychczas także próby analizy pojęcia dematerializacji akcji z perspektywy spółki publicznej w świetle implementowanych zmian legislacyjnych. Nie wydaje się jednak, aby relatywny brak zainteresowania tematyką spółki publicznej wynikał z braku implikacji prezentowanej powyżej materii. Wprost przeciwnie – wprowadzone zmiany mają istotne znaczenie, zarówno pod kątem praktycznym, jak i teoretycznoprawnym. Kwestie te zostaną przedstawione i poddane analizie na łamach niniejszego opracowania.

niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1798 ze zm.).

[5] Zob. Uchwała Nr 104 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (Dz. U. poz. 1027). Por. P. Tychmanowicz, *Cichy jubileusz strategii rozwoju rynku kapitałowego*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 26–27 września 2020 r., s. 9.

[6] Zob. M. Wierzbowski, J. Róg-Dyrda, *Sezon na dematerializację*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 27 sierpnia 2019 r., s. 16.

[7] Szerzej: M. Tąkiel, *Pojęcie spółki publicznej w świetle proponowanych zmian legislacyjnych*, PPH 2019, nr 4, s. 44–47.

3. Przyjęte założenia

Problematyka podjęta w niniejszej książce ma złożony oraz interdyscyplinarny charakter. Szczegółowa analiza poruszanej tematyki wymaga zarówno odwoływania się do doktryny prawa prywatnego, jak i prawa publicznego, przy pomocniczym wykorzystaniu dorobku nauk ekonomicznych. Z uwagi na powyższe za niezbędne należy uznać przyjęcie i zasygnalizowanie pewnych zasadniczych założeń wstępnych. Ich określenie ma na celu omówienie tematu, przy jednoczesnym doprecyzowaniu przedmiotu niniejszej analizy.

Przede wszystkim za konieczne należy uznać określenie płaszczyzny porównawczej pomiędzy kryterium definicyjnym spółki publicznej opartym na dematerializacji akcji a kryterium bazującym na dopuszczeniu akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia ich do obrotu w alternatywnym systemie obrotu. Fakt, że na gruncie poprzedniego stanu prawnego dematerializacja akcji spółki publicznej notowanej w alternatywnym systemie obrotu była fakultatywna, determinuje określenie rynku regulowanego jako właściwego pomostu pojęciowego pomiędzy dwiema odmiennymi konstrukcjami definicyjnymi. Za wyodrębnieniem rynku regulowanego jako domicylu spółki publicznej przemawiają także przesłanki natury historycznej, prawnoregulacyjnej, ekonomicznej oraz komparatystycznej. Aspekty te szczegółowo omówiono na łamach niniejszej pracy.

Ponadto poczynione powyżej założenie o prymacie rynku regulowanego ma również charakter podmiotowo-przedmiotowy. Determinuje to zatem także typy spółek, które będą przedmiotem analizy. Dalsze rozważania nie będą dotyczyły aspektów spółek komandytowo-akcyjnych lub spółek europejskich – zostaną ograniczone do spółek akcyjnych utworzonych na gruncie prawa polskiego. Obecna definicja spółki publicznej również ogranicza swój zakres do terytorium RP. Podejście to pozwoli także na wytyczenie drogi pokonania przez spółkę akcyjną bariery rynku regulowanego na gruncie zmienionych przepisów i oferty publicznej prowadzonej na podstawie prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez KNF. Przemawia za tym również sygnalizowana potrzeba analizy nie tylko zagadnień natury doktrynalnej, lecz również aspektów związanych z praktyką rynkową.

4. Tezy pracy

W związku z zarysowanymi powyżej celami dalsza analiza będzie służyła następującym tezom pracy.

Po pierwsze, odejście od definicji spółki publicznej opartej na kryterium dematerializacji jej akcji należy uznać za słuszne i zasadne. Definicja ta nie była dostosowana do współczesnych uwarunkowań rynkowych oraz prawnych. Podzielić należy wcześniejsze postulaty doktryny odnośnie do konieczności jej zmiany. Proces legislacyjny nie wskazywał jednak na chęć odgórnej modyfikacji tej definicji, lecz dostosowanie jej brzmienia do koncepcji wprowadzenia obligatoryjnej dematerializacji wszystkich akcji – zarówno spółek niepublicznych, jak i publicznych. Dematerializacja, będąca głównym założeniem nowelizacji k.s.h., odgrywała rolę katalizatora procesu zmian legislacyjnych, którego efektem było wypracowanie nowej definicji spółki publicznej.

Po drugie, ustawodawca relatywnie szeroko określił zakres podmiotowy obecnej definicji spółki publicznej, stawiając wprost znak równości pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu jako dwiema płaszczyznami obrotu zorganizowanego, determinującymi uzyskanie statusu spółki publicznej. Kierunek tej zmiany legislacyjnej był słuszny, jednakże jednolita definicja spółki publicznej nie powinna być stosowana w odniesieniu do tych dwóch skrajnie odmiennych płaszczyzn obrotu. W niniejszej pracy zostaną przedstawione argumenty natury prawnej i praktycznej przemawiające za krytyką tego rozwiązania. Optymalną płaszczyzną obrotu dla spółki publicznej pozostaje wyłącznie rynek regulowany.

Po trzecie, zmianę definicji spółki publicznej można określić mianem procesu o charakterze ewolucyjnym, lecz nie rewolucyjnym. Nie wynika to jednak z braku implikacji, jakie niesie ze sobą nowa definicja spółki publicznej – wprost przeciwnie, wprowadzone zmiany mają istotne znaczenie. Ewolucja spółki publicznej wynika przede wszystkim z brzmienia wcześniej wypracowanej definicji i jej umiejscowienia w polskim porządku prawnym. Definicja ta, choć oparta na niewłaściwej przesłance, otoczona została aparatem prawnym mającym na celu dostosowanie tego kryterium do realiów rynkowych, co umożliwiło wykorzystanie istniejących konstrukcji

na gruncie obecnego stanu prawnego. Skutkowało to jednak rozproszeniem ciężaru definicyjnego spółki publicznej, został on ówcześnie rozłożony pomiędzy dematerializacją obligatoryjną i fakultatywną, określoną w aktach o randze ustawowej, a dematerializacją obrotu – będącą podstawą regulaminów poszczególnych rynków. Konstrukcja ta uniemożliwiła również dematerializację akcji spółek niepublicznych. Ewolucyjny charakter opiera się zatem na szeregu rozwiązań systematyzujących i porządkujących, co w odniesieniu do spółki publicznej było od lat zjawiskiem niezwykle pożądanym.

5. Metody badawcze

Dla pełnego ujęcia zagadnienia dematerializacji akcji w świetle ewolucji spółki publicznej konieczne jest przyjęcie interdyscyplinarnej perspektywy. Determinuje to wykorzystanie z jednej strony metody formalno-dogmatycznej, zaś z drugiej metody ekonomicznej analizy prawa. Wielopłaszczyznowa analiza przedmiotowego zagadnienia w ujęciu prawno-ekonomicznym ukaże jednocześnie jego złożoność.

Pierwszą i czołową metodą stosowaną w niniejszym studium jest metoda formalno-dogmatyczna. Ma ona na celu analizę językowo-logiczną tekstu prawnego i oparta jest na wykorzystaniu aparatu pojęciowego nauki o języku oraz logiki. Zastosowanie tej metody sprowadza się do aktów normatywnych o istotnym znaczeniu dla problematyki podejmowanej w pracy, a analizy poglądów doktryny oraz pomocniczo orzecznictwa we wskazanym zakresie. Analiza za pomocą metody formalno-dogmatycznej została przeprowadzona w ramach wykładni: językowej (gramatycznej), systemowej, teleologicznej (celowościowej) oraz historycznej. Tak rozumiana metoda dogmatyczna stanowi podstawę oraz punkt wyjścia do zastosowania ekonomicznej analizy prawa.

Ze względu na przedmiot badań i cel niniejszej pracy – obok klasycznie stosowanej metody formalno-dogmatycznej – jako druga metoda badawcza została wyodrębniona wspomniana wyżej ekonomiczna analiza prawa[8].

[8] Szerzej: M. Oppenheimer, N. Mercuro, [w:] M. Oppenheimer, N. Mercuro (red.), *Law and Economics: Alternative Economic Approaches to Legal and Regulatory Issues*, New York

Istotą tej metody jest posługiwanie się metodami ilościowymi natury ekonomicznej, w szczególności kryterium efektywności ekonomicznej, co będzie przedmiotem szerszej analizy w niniejszej pracy w odniesieniu do rynku kapitałowego. Efektywność ekonomiczna w zakresie analizy prawa ma służyć zarówno do badania oraz oceny poszczególnych instytucji prawnych, ich funkcjonowania oraz skutków (ekonomiczna analiza prawa w ujęciu pozytywnym), jak i do proponowania nowych zaleceń względem obowiązującego stanu prawnego (ekonomiczna analiza prawa w ujęciu normatywnym). Historycznie rzecz ujmując, zagadnienia ekonomiczne wchodziły w zakres teorii prawa handlowego, często determinując brzmienie regulacji. Obecnie ekonomiczna analiza prawa ma szczególne znaczenie dla badań nad prawem handlowym, a zwłaszcza w zakresie aspektów ściśle powiązanych z obrotem gospodarczym w ramach rynku kapitałowego. Ekonomiczna analiza prawa ma służyć przede wszystkim lepszemu zrozumieniu funkcjonalnej strony omawianych instytucji prawnych.

Posiłkowo w pracy wykorzystano również metodę historyczną, niezbędną do analizy dwóch alternatywnych systemów dematerializacji – niemieckiego i francuskiego oraz przeniesienia tych rozwiązań na grunt polskich przepisów rynku kapitałowego. Osadzenie prowadzonych badań w odniesieniu do polskiego stanu prawnego wymaga dodatkowo analizy komparatystycznej i sięgnięcia do wybranych rozwiązań prawnych występujących w innych jurysdykcjach.

6. Struktura pracy

Realizacji wyżej wskazanych celów badawczych służyć ma przyjęta struktura książki. Składa się ona ze wstępu, siedmiu rozdziałów oraz zakończenia.

W rozdziale pierwszym przedstawiono zjawisko dematerializacji akcji zarówno w aspekcie historycznym, jak i na tle klasycznej teorii papierów wartościowych. Rozdział drugi charakteryzuje rynek kapitałowy pod względem prawnym i ekonomicznym, ze szczególnym wyróżnieniem dwóch głównych płaszczyzn obrotu zorganizowanego – rynku regulowanego oraz

2005, s. 3 i n.

alternatywnego systemu obrotu. Rozdział trzeci stanowi wprowadzenie do zagadnienia zmiany definicji spółki publicznej, opierając się na kryteriach definicyjnych przedstawionych w dwóch poprzednich rozdziałach. Trzy powyższe rozdziały można określić mianem pierwszej części książki, choć nie zostało to wyodrębnione w sposób formalny.

Rozdział czwarty szczegółowo prezentuje proces uzyskania statusu spółki publicznej, opierając się na płaszczyźnie rynku regulowanego. Analiza skutków prawnych uzyskania statusu spółki publicznej z perspektywy akcji w obrocie oraz poza obrotem wtórnym jest przedmiotem badań w rozdziale piątym. W rozdziale szóstym zawarto proces dobrowolnej rezygnacji ze statusu spółki publicznej. Trzy wymienione rozdziały pracy mają na celu przede wszystkim przedstawienie konsekwencji zmian legislacyjnych wynikających z ewolucji definicyjnej i łącznie mogą być traktowane jako druga część książki. Uzupełnieniem powyższych dwóch części jest rozdział siódmy, który opierając się na wybranych jurysdykcjach, podejmuje tematykę przedstawioną w dwóch powyższych częściach w ujęciu komparatystycznym.

7. Uwzględniony stan prawny

Jeśli nie wskazano inaczej, publikacja uwzględnia stan prawny, jak też stan polskiej i zagranicznej literatury przedmiotu, na dzień 20 lutego 2021 r., z następującymi zastrzeżeniami: z uwagi na znaczną liczbę zmian legislacyjnych na gruncie obecnego stanu prawnego nie występuje jeszcze adekwatna literatura przedmiotu, w szczególności w odniesieniu do znowelizowanych przepisów regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego. Praca obejmuje swym zakresem również szereg przyszłych zmian legislacyjnych, które wejdą w życie po tym terminie.

Dodatkowo dnia 24 lutego 2021 r. Prezydent RP podpisał nowelizację u.o.i.f., która została opublikowana w Dzienniku Ustaw dnia 26 lutego 2021 r.[9] Nowelizacja u.o.i.f. została uwzględniona w zakresie przyszłych

[9] Ustawa z dnia 21 stycznia 2021 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 355).

zmian legislacyjnych związanych z rezygnacją ze statusu spółki publicznej (wejście w życie 1 marca 2021 r.).

I. ZJAWISKO DEMATERIALIZACJI AKCJI

1.1. Wprowadzenie

Zjawisko dematerializacji akcji nie może być rozpatrywane w oderwaniu od rysu historycznego związanego z ewolucją obrotu gospodarczego. Praktyka ta miała bezpośrednie przełożenie na wprowadzenie odpowiednich współczesnych instytucji regulujących obrót po 1989 r. w Polsce. Zwieńczeniem tego procesu była nowelizacja k.s.h. wprowadzająca obowiązkową dematerializację akcji niepublicznych spółek akcyjnych, a więc spółek, które nie spełniają kryterium uznania ich za spółkę publiczną.

1.2. Pojęcie dematerializacji papierów wartościowych

Za cechę charakterystyczną akcji jako papieru wartościowego można uznać powiązanie pomiędzy prawem a jego materialnym nośnikiem. Ten ostatni, niegdyś mający przeważnie postać tradycyjnego dokumentu, był oparty na formie materialnej. W tym znaczeniu postać tradycyjnego dokumentu musi być rozumiana szeroko jako każdy instrument wyrażony za pomocą pisma na dowolnym nośniku materialnym. Podkreśla się, że najczęściej będzie to papier, lecz może być to również inny materiał[1]. Wspomina się nawet o dowolnej formie[2]. Niniejsze doprecyzowanie charakteru nośnika materialnego jest jednak szczególnie istotne ze względu na konieczność wytyczenia granicy między papierem wartościowym w rozumieniu klasycznym a jego zdematerializowaną postacią[3].

[1] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego*. *Tom 18. Prawo papierów wartościowych,* Warszawa 2016, s. 114.
[2] Tak: W. Popiołek, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2. Prawo spółek handlowych,* Warszawa 2012, s. 943.
[3] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...,* s. 100.

Powszechnie przyjęte rozumienie pojęcia dematerializacji papierów wartościowych jest oparte na fakcie zastąpienia dokumentu inkorporującego prawa z papierów wartościowych przez zapis komputerowy na właściwym rachunku papierów wartościowych[4]. A. Chłopecki przypisuje dematerializacji papierów wartościowych miano podstawowej zasady prawa rynku kapitałowego, podkreślając, że transakcje prowadzące do nabycia lub zbycia papierów wartościowych nie wymagają przeniesienia posiadania dokumentów[5]. Fakt zastąpienia dokumentu inkorporującego prawa z papierów wartościowych przez zapisy komputerowe na właściwych rachunkach papierów wartościowych oznacza, że możliwe jest emitowanie papierów wartościowych niemających postaci dokumentu materialnego[6]. W myśl powyższego pozbawienie nośnika materialnego znaczenia pod względem prawnym powoduje, że funkcja legitymacyjna prawa zawartego w akcji spoczywa na komputerowym systemie ewidencyjnym, który poprzez prawidłowy zapis na rachunku tworzy mechanizm uzewnętrznienia tego prawa[7]. Istota dematerializacji oparta jest na fakcie, że pozbawione formy dokumentu papiery wartościowe podlegają rejestracji w depozycie papierów wartościowych[8].

[4] Por. A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (I)*, PPH 1995, nr 8, s. 13 oraz tenże, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 892; M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych*, PiP 1999, nr 10, s. 39 oraz tenże, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 114; M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2019, s. 568; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Warszawa 2016, s. 799; K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2019, s. 149 oraz tenże, *Głos w dyskusji na temat istoty zdematerializowanych papierów wartościowych*, PPH 2016, nr 9, s. 35.

[5] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2017, s. 13.

[6] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 114.

[7] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568.

[8] T. Sójka, *Wpis na rachunek papierów wartościowych*, Monitor Prawa Bankowego 2014, nr 7–8, s. 110.

1.2.1. Gradacja pojęcia dematerializacji papieru wartościowego z perspektywy ewolucji obrotu

Powyższe rozumienie pojęcia dematerializacji papieru wartościowego wymaga jednak uzupełnienia treściowego, opierając się na praktycznej roli tej instytucji w obrocie[9]. Obrazuje to historyczną gradację trzech etapów ewolucji pojęcia dematerializacji papieru wartościowego[10]:

(i) Dematerializacja I stopnia – obejmująca swym zakresem sytuację, podczas której w chwili zawarcia umowy posiadanie dokumentu tradycyjnego nie jest wymagane w momencie zawarcia umowy na rynku giełdowym, jednakże nie wyłącza to faktycznego wręczenia i odebrania dokumentu na etapie wykonania zobowiązania[11]. W praktyce rozwiązanie to, ukształtowane w XIX w., polegało na złożeniu papieru wartościowego przez zbywcę w biurze giełdy przed rozpoczęciem handlu i odebraniu papieru wartościowego po jego zakończeniu[12]. Rolą depozytariusza było zapewnienie otrzymania należytego świadczenia przez nabywcę.

(ii) Dematerializacja II stopnia, określana również mianem immobilizacji lub dematerializacji obrotu, opiera się na założeniu, że obrót zapewnia instytucja występująca, nie tylko w charakterze depozytariusza, lecz również jako izba rozliczeniowo-rozrachunkowa, tym samym wiąże ją z emitentem stosunek depozytowy, a ze stronami transakcji stosunek rozliczeniowo-rozrachunkowy[13].

[9] Szerzej, szczególnie w zakresie aspektów związanych z postępem technologicznym i tzw. rewolucją cyfrową, zob. M. Michalski, *Powszechna dematerializacja akcji, czyli między zabiegiem technicznym a rewolucją cyfrową*, PPH 2021, nr 2, s. 4–8.

[10] Szerzej: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 137 i n.

[11] *Ibidem*, s. 139.

[12] R. Czerniawski podkreśla ówczesne ryzyko związane z tą formą obrotu, wskazując na przykład giełdy londyńskiej, gdzie w XVIII w. wprowadzono bezwzględny zakaz używania otwartego ognia w efekcie wybuchu pożaru, którego powodem był żar z fajki. Przykład ten doskonale oddaje praktyczny charakter ewolucji obrotu papierami wartościowymi. Zob. R. Czerniawski, *Dematerializacja papierów wartościowych. Geneza*, [w:] J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka (red.), *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, Lublin 2016, s. 12.

[13] K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 139 i n.

Immobilizacja bazuje na wyłączeniu z obiegu nośnika materialnego, jednakże odbywa się to bez ingerencji w konstrukcję samego papieru wartościowego[14].

(iii) Dematerializacja III stopnia – opiera się na dematerializacji papieru wartościowego w celu dopuszczenia do obrotu zdematerializowanego[15]. Papiery wartościowe będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym nie występują w formie tradycyjnego dokumentu, lecz jako zapisy na elektronicznym rachunku papierów wartościowych. Przy takim założeniu instytucja dotychczasowo odgrywająca rolę depozytariusza oraz izby rozliczeniowo-rozrachunkowej nabiera nowych kompetencji w zakresie uczestniczenia w procesie kreacji zdematerializowanego papieru wartościowego[16].

Zjawiska dematerializacji obrotu oraz dematerializacji papierów wartościowych przeważnie występują wspólnie, jednak nie oznacza to, że dematerializacja obrotu nie może występować samodzielnie[17]. Dla uchwycenia istoty współczesnej definicji dematerializacji konieczne jest podkreślenie rozszerzonego spektrum zadań instytucji depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowej w kontekście ewolucji historycznej obrotu. Dematerializacja III stopnia oznacza, że instytucja ta przestała być wyłącznie depozytariuszem papieru wartościowego, ograniczającym swoją rolę do przechowywania papieru wartościowego podczas handlu, a staje się immanentnym uczestnikiem procesu kreacji papieru wartościowego[18]. Założenie to będzie istotne z perspektywy dalszych rozważań prowadzonych na kartach niniejszej książki.

[14] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568. Szerzej, szczególnie w zakresie relacji pomiędzy akcjonariuszami w spółce, której akcje są poddane immobilizacji: K. Kanzaki, *Immobilization of Stock Certificates: The Position of the Beneficial Shareholder*, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation 1981, vol. 3, s. 115 i n.

[15] K. Zacharzewski konsekwentnie określa to zjawisko mianem obrotu zdematerializowanego walorami zdematerializowanymi. Zob. K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 149.

[16] *Ibidem*, s. 149–150.

[17] Tak: M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568 oraz A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 874 i n.

[18] K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 149.

1.2.2. Geneza pojęcia dematerializacji papieru wartościowego z perspektywy regulacyjnej

Współczesne otoczenie prawne towarzyszące zjawisku dematerializacji stanowi pochodną ewolucji tego pojęcia na płaszczyźnie prawnej z perspektywy historycznej. Wskazuje się na dwa podstawowe źródła koncepcyjne genezy dematerializacji papierów wartościowych, tj. system germański oraz system romański[19]. J. Jastrzębski, określając te rozwiązania mianem modelu niemieckiego oraz modelu francuskiego[20], podkreśla, że kryterium dystynkcji pomiędzy tymi reżimami przebiega formalnie na dwóch płaszczyznach: przenoszenia praw funkcjonujących w obrocie masowym oraz relacji pomiędzy papierem wartościowym, rozumianym jako dokument tradycyjny, a jego zdematerializowaną postacią[21]. Ściśle rzecz ujmując, model niemiecki odzwierciedla tradycyjną konstrukcję papieru wartościowego opartą na utrzymaniu ciągłości pomiędzy dokumentem tradycyjnym a poddanym immobilizacji bądź dematerializacji, natomiast rozwiązania prezentowane w modelu francuskim zakładają całkowite zerwanie z nośnikiem materialnym i zastąpienie go zapisem w systemie elektronicznym[22]. Zwarta prezentacja obu tych rozwiązań będzie kluczowa z perspektywy omówienia ewolucji instytucji dematerializacji akcji przyjętych na gruncie prawa polskiego.

1.2.2.1. Model niemiecki – immobilizacja

Pierwotny model niemiecki oparty jest na koncepcji *Sammelverwahrung*, określanej w języku polskim mianem „zbiorczego przechowywania"

[19] Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568.

[20] Rozróżnienie stosowane przez J. Jastrzębskiego wynika z faktu, że model niemiecki wykształcił się w państwach niemieckojęzycznych, natomiast rozwiązania francuskie stosowane były również w innych krajach (np. w Skandynawii). Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 282 i n.

[21] *Ibidem*, s. 283.

[22] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568. Zjawisko dematerializacji opisuje w ten sposób również K. Haładyj. Por. K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 186.

papierów wartościowych"[23]. Termin ten po raz pierwszy pojawił się w doktrynie niemieckiej pod koniec XIX w.[24] i został formalnie zatwierdzony przepisami niemieckiej ustawy o przechowywaniu i nabywaniu papierów wartościowych – *Depotgesetz* z 1937 r.[25] Wyodrębnienie omawianego pojęcia należy bezpośrednio łączyć z przesileniami gospodarczymi, które miały miejsce we wskazanym czasie[26].

Pod koniec XIX w. w Niemczech nie funkcjonowały żadne oficjalne regulacje dotyczące obrotu giełdowego. Namiastka sformalizowanego i uniwersalnego katalogu praw oraz obowiązków występowała jedynie w odniesieniu do *Handelsmakler* lub *Vereidigte Makler,* pojęć o charakterze zbliżonym do licencjonowanego brokera giełdowego[27]. Zasady obrotu były natomiast definiowane przez poszczególne giełdy poprzez odrębne regulaminy lub też na podstawie zwyczaju[28]. Brak jednej, wspólnej regu-

[23] Tak: J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 286. Przedstawiciele doktryny niemieckiej, również w odniesieniu do tego terminu w języku angielskim, podkreślają zbiorczy charakter wskazanego pojęcia. Zob. M. Schulz, O. Wasmeier, *The Law of Business Organizations: A Concise Overview of German Corporate Law*, Berlin 2012, s. 57.

[24] J. Jastrzębski wskazuje za L. Handschinem, *Papierlose Wertpapiere*, Basel-Frankfurt 1987, s. 4–5 oraz za J.R. Kesslerem, *Wertpapiersammelbanken im Ausland*, Die Bank 1986, s. 291, że pierwsza *Sammelverwahrung* została utworzona w Austrii przez *Wiener Giro und Kassenverein* w 1872 r., natomiast w Niemczech *Berliner Kassen-Verein* przyjął ten model w 1882 r. Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 286.

[25] *Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz) vom 4. Februar 1937* (Reichgesetzblatt I, s. 171–178).

[26] W zakresie kompleksowego przeglądu wydarzeń gospodarczych oraz zmian legislacyjnych w Niemczech z lat 1870–1907 zob. C. Fohlin, *Regulation, taxation and the development of the German universal banking system, 1884–1913*, European Review of Economic History 2002, vol. 6, nr 2, s. 224. W przedmiocie analogicznego przeglądu w odniesieniu do Austrii zob. C. Jobst, *Market leader: the Austro-Hungarian Bank and the making of foreign exchange intervention, 1896–1913*, European Review of Economic History 2009, vol. 13, nr 3, s. 287–318.

[27] E. Loeb, *The German Exchange Act of 1896*, The Quarterly Journal of Economics 1897, vol. 11, nr 4, s. 388. C. Fohlin podkreśla jednak, że w drugiej połowie XIX w. w Bawarii, Saksonii oraz Wirtembergii występowała tendencja do rezygnacji z koncepcji licencjonowanych brokerów jako wyłącznych pośredników w obrocie. Wolne miasta – Hamburg, Brema oraz Lubeka wprost otworzyły zawód licencjonowanego brokera dla każdego zainteresowanego. Zob. C. Fohlin, *Regulation, taxation...,* s. 228.

[28] Nadzór nad giełdami także nie był jednolicie uregulowany i doskonały przykład roz-

lacji w zderzeniu z wieloma ośrodkami obrotu giełdowego rodziło pole do licznych manipulacji i spekulacji[29]. W 1888 r. do parlamentu, w formie petycji, skierowano żądania naprawienia szkód powstałych w efekcie spekulacji na rynkach w Berlinie (rynek ziarna) oraz Hamburgu (rynek kawy)[30]. Analogicznie do spekulacji ze strony inwestorów zaobserwowano również liczne nadużycia po stronie banków w zakresie ponoszenia odpowiedzialności, przestrzegania zasad oraz limitów ostrożnościowych w odniesieniu do papierów wartościowych będących w depozycie[31]. Wydaje się, że wybuch kryzysu bankowego w Niemczech w 1891 r. można określić przełomowym momentem w kontekście dotychczasowego rozdrobnienia regulacyjnego

proszenia regulacyjnego w tym zakresie stanowiło Królestwo Prus. Zmiany legislacyjne dotyczące izb handlowych z 1870 r. wprowadziły jednolite zasady nadzoru nad poszczególnymi giełdami w Berlinie, Danzigu (dzisiejszy Gdańsk), Elbingu (Elbląg), Königsbergu (Kaliningrad), Magdeburgu, Memel (Kłajpeda) oraz Stettinie (Szczecin) w postaci ciała nadzorczego *Aelsten*, które w wolnym tłumaczeniu można określić mianem „starszyzny kupieckiej". Tymczasem w Breslau (Wrocław), Posen (Poznań), Essen, Halle, Kolonii oraz we Frankfurcie zbliżone uprawnienia nadzorcze posiadała izba handlowa. W Düsseldorfie bezpośredni nadzór pełnił rząd królewski, natomiast w Gleiwitz (Gliwice) był to komitet wybierany przez członków giełdy. Szerzej: Zob. C. Fohlin, *Regulation, taxation*..., s. 228 oraz E. Loeb, *The German Exchange Act*..., s. 388.

[29] Nie było to zjawisko ówcześnie charakterystyczne jedynie dla Europy. Zob. H. White, *The Hughes Investigation*, Journal of Political Economy 1909, vol. 17, nr 8, s. 528–540.

[30] Podłoże do spekulacji było oparte na szeregu instrumentów, ze szczególnym uwzględnieniem rynku kontraktów terminowych. Giełda z jednej strony stanowi forum obrotu, a z drugiej strony – płaszczyznę hazardu. W tym należy upatrywać wzrostu jej popularności. Przyciągała osoby postronne, które nie miały wcześniej styczności z rynkiem. Ponadto w ówczesnym systemie inwestor składający zlecenie kupna nie miał gwarancji, że broker w jego imieniu i zgodnie ze zleceniem nabędzie dany papier wartościowy oraz wejdzie w jego posiadanie. Dominował pogląd, że w przypadku otrzymania zlecenia broker miał przekazać inwestorowi ściśle określoną ilość papieru wartościowego lub ekwiwalent pieniężny przy sprzedaży. Tym samym nie nabywał praw do danego papieru wartościowego będącego w depozycie – z wyjątkiem sytuacji, gdy otrzymał od brokera szczegółową listę identyfikującą nabyte papiery. Zob. W. Lexis, *The New German Exchange Act*, The Economic Journal 1897, vol. 7, nr 27, s. 368–384.

[31] Zob. E. Loeb, *The German Exchange Act...,* s. 389; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego*..., s. 286–287; H. Crosby, *The Results of the German Exchange Act of 1896*, Political Science Quarterly 1898, vol. 13, nr 2, s. 286.

i ocenić jako rozpoczęcie drogi ku ujednoliceniu przepisów[32]. W 1896 r. uchwalono *Börsengesetz*[33], obejmujące swym zakresem zasady obrotu giełdowego oraz *Gesetz betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Werthpapiere*[34] – będące prekursorem *Depotgesetz* i teoretycznie obejmujące swym zakresem przechowywanie papierów wartościowych przez banki, ale pomijające kwestie organizacji obrotu papierami przechowywanymi przez bank i tym samym instytucję *Sammelverwahrung*[35]. Pomimo braku uwzględnienia modelu *Sammelverwahrung* w efektach prac regulacyjnych *Börsenenquetekommission* instytucja ta prężnie rozwijała się w obrocie. J. Jastrzębski ponadto podkreśla, iż koncepcja *Sammelverwahrung* – oparta na założeniu, że papiery wartościowe należące do deponenta ulegały pomieszaniu z innymi papierami wartościowymi tego samego rodzaju, aczkolwiek należącymi do innych inwestorów, wyparła koncepcję *Sonderverwahrung*, gdzie zjawisko to nie miało miejsca[36].

Istotę pierwotnego systemu zbiorczego przechowywania papierów wartościowych stanowi fakt, że inwestorowi nie przysługuje prawo z konkretnego papieru wartościowego ani do konkretnego papieru wartościowego, a jedynie ułamek w prawie do wszystkich tego typu papierów

[32] W 1892 r., w odpowiedzi na kryzys bankowy, Kanclerz Niemiec powołał *Börsenenquetekommission*, komisję rządową ds. giełd, której zadaniem było uregulowanie dotychczasowego stanu prawnego. Komisja, na podstawie dokładnych badań i analiz, opracowała raport na temat obrotu giełdowego w Niemczech. Raport ten wzbudził duże zainteresowanie i stworzył podwaliny pod przyszłą unifikację przepisów. Szczególnie podkreślano, że odpowiedni nadzór nad rynkiem giełdowym przełoży się na lepszą ochronę inwestora i pozwoli zminimalizować ryzyko wybuchu kolejnych kryzysów. Zob. E. Loeb, *The German Exchange Act...*, s. 389–391; H. Crosby, *The Results of the German Exchange Act...*, s. 287.

[33] Reichsgesetzblatt 1896, nr 15, s. 157–176.

[34] Reichsgesetzblatt 1896, nr 19, s. 183–187.

[35] C. Changmin, *Cross-border Transactions of Intermediated Securities*, Berlin 2012, s. 158; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 286–287. Dodatkowo krytycznie w odniesieniu do roli *Börsengesetz* w kształtowaniu powszechnego obrotu giełdowego zob. C. Fohlin, *Regulation, taxation...*, s. 221–254.

[36] Koncepcja *Sonderverwahrung* była kosztowna z uwagi na konieczność prowadzenia rejestrów precyzyjnie określających, które numery papierów wartościowych należą do konkretnego inwestora. Różnica kosztowa przeważyła o preferencji rynkowej dla modelu *Sammelverwahrung*. Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 286–287.

znajdujących się w depozycie[37]. Inwestor, który złożył swoje papiery wartościowe w banku, uważany był za współuprawnionego do części puli papierów wartościowych zapisanych na koncie tego banku w centralnej instytucji depozytowej – *Zentralsammelstelle*. System ten określono jako zapis księgowy – *Effekktengiro*[38]. Można nazwać ten moment mianem przejścia od klasycznego systemu opartego na banku – jako głównej instytucji depozytowej – do depozytów centralnych obsługujących cały rynek[39].

Koncepcja modelu niemieckiego *Sammelverwahrung*, oparta na tradycyjnej naturze papieru wartościowego i jego materialnej postaci, wciąż ewoluowała – czemu sprzyjał rozwój obrotu[40]. Pomimo korzyści wynikających z immobilizacji centrale depozytowe nadal musiały przechowywać znaczne ilości papierów wartościowych, co zapoczątkowało tendencję do zastępowania pojedynczych papierów wartościowych, zawierających indywidualne uprawnienia udziałowe, jednym dokumentem – zawierającym więcej niż jedno uprawnienie przypisane wcześniej do pojedynczego papieru wartościowego[41]. Zasada ta oparta jest na zachowaniu namiastki nośnika materialnego w postaci odcinka zbiorowego lub zbiorczego obejmującego większą liczbę uprawnień lub nawet całą emisję[42]. Terminy te nie są jednak

[37] Model *Sammelverwahrung* należy również rozumieć w kontekście koncepcji przechowywania u podmiotu trzeciego, mianowicie *Drittverwahrung* – opartej na idei składania przez banki papierów wartościowych w centralnej instytucji depozytowej, *Zentralsammelstelle*. Prowadziła ona jednak konta wyłącznie dla banków, w których klienci deponowali papiery wartościowe. Banki natomiast prowadziły rejestry uprawnień, zawierające stan posiadania poszczególnych inwestorów finalnych. Inicjatywa banków, choć nie miała podstaw ani ram prawnych, zabezpieczała finalnego inwestora w przypadku upadłości instytucji depozytowej lub pośredniczącej. Zob. K. Klibisz, M. Majewska, *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, Zarządzanie i Finanse 2012, nr 1, s. 374 za: J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 288.

[38] *Ibidem*, s. 290.

[39] Zob. D. Chan, F. Fontan, S. Rosati, D. Russo, *The Securities Custody Industry*, European Central Bank Occasional Paper Series 2007, nr 68, s. 7–8. Autorzy przedstawiają ewolucję instytucji przechowywania papierów wartościowych w podziale na trzy kategorie podmiotowe: banki, depozyty centralne oraz depozyty centralne międzynarodowe.

[40] R. Czerniawski, *Dematerializacja papierów...*, s. 13.

[41] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 294.

[42] Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568 i n.; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 800 i n.;

tożsame i istnieje pomiędzy nimi zasadnicza różnica opierająca się na zakresie praw[43]. *Globalurkunde*[44], określany w języku polskim mianem odcinka zbiorczego, oznacza papier wartościowy ucieleśniający wszystkie prawa danej emisji, tymczasem *Sammelurkunde*, rozumiane jako odcinek zbiorowy, oznacza, że papier wartościowy reprezentuje oznaczoną liczbę praw[45].

Podkreśla się, że *Depotgesetz* na przestrzeni lat pozostało względnie niezmienne. Nowelizacje tego aktu dotyczyły przeważnie newralgicznych kwestii, takich jak implementacja wyżej zasygnalizowanej instytucji odcinka zbiorczego w wyniku nowelizacji z 1972 r.[46] Przyjęte w *Depotgesetz* przepisy określiły *Sammelverwahrung* jako sposób przechowywania papierów wartościowych oraz *Effektengiro* jako mechanizm regulujący płaszczyznę obrotu[47].

Podsumowując znaczenie przeanalizowanej wyżej koncepcji *Sammelverwahrung* w odniesieniu do pojęcia dematerializacji akcji, należy zwrócić uwagę na to, że model ten historycznie wyłonił się z praktyki obrotu i następnie został uregulowany prawnie. Naturalna ewolucja modelu

J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 294.

[43] A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 875 i n. oraz tenże, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 18; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 293 i n.

[44] W niemieckiej doktrynie wyróżnia się trzy podstawowe rodzaje *Globalurkunde* – przejściowe odcinki zbiorcze przeznaczone do tymczasowego reprezentowania emisji, w czasie gdy następuje druk właściwych papierów; techniczne odcinki zbiorcze, które zastępują permanentnie papiery wartościowe, jednakże nie wyłączają prawa inwestora do żądania wydania papieru wartościowego w postaci materialnej; trwałe odcinki zbiorcze, które zastępują papiery wartościowe określonej emisji i wykluczają możliwość wydania inwestorowi papieru wartościowego w postaci materialnej. Zob. A. Chłopecki za: C. Dechamps, *Wertrechte im Effektengiroverkehr*, Koeln–Berlin–Bonn–Muenchen 1989, s. 7–8.

[45] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 294 oraz A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 18.

[46] Zob. U. Segna, [w:] P. Conac, U. Segna, L. Thévenoz (red.), *Intermediated Securities: The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation*, Cambridge 2013, s. 248 oraz A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 18. J. Jastrzębski dodaje jednak, że *Depotgesetz* nie rozróżnia pojęcia odcinka zbiorowego od odcinka zbiorczego. Por. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 295.

[47] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 295.

niemieckiego zatrzymała się jednak na pojęciu odcinka zbiorczego jako istoty przechowywania papierów wartościowych, czyli zachowana została namiastka materialna papieru wartościowego.

1.2.2.2. Model francuski – dematerializacja sensu stricto

Tak jak wskazano powyżej, model niemiecki sprowadzał się do zachowania pewnej formy unieruchomionego nośnika materialnego. Rozwiązanie przyjęte w modelu francuskim było zdecydowanie mniej zachowawcze. Francja, wprowadzając pełną dematerializację papierów wartościowych, zwaną również dematerializacją *sensu stricto*, zerwała jednoznacznie z koncepcją nośnika materialnego na rzecz zapisu praw na rachunku prowadzonym na rzecz osoby uprawnionej[48]. Tym samym nastąpiła zmiana kwalifikacji prawnej na kategorię dobra niematerialnego lub dobra nieucieleśnionego[49]. Zdeponowanie papieru wartościowego, jego przekształcenie w zapis na rachunku prowadzonym przez instytucję finansową wraz z jednoczesnym zakazem konwertowania w tradycyjną formę dokumentową uważa się za cechę charakterystyczną modelu dematerializacji francuskiej[50].

Podczas gdy w modelu niemieckim wprowadzone rozwiązania wynikały z naturalnej ewolucji obrotu, tło zmian przyjętych we Francji było zgoła inne. Trudne położenie gospodarcze Francji, związane m.in. z dwoma globalnymi kryzysami naftowymi z lat 70. XX w.[51], zbiegło się ze wzrostem wydatków w budżecie. Kolejne rządy socjalistów, balansujące na granicy kryzysu gospodarczego i rozkwitu polityki socjalnej[52], potrzebowały większych

[48] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568.

[49] *Ibidem*, s. 568.

[50] Zob. M. Michalski, *Spółki publiczne*, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne formy spółek*, Warszawa 2017, s. 74 i n.

[51] W zakresie kryzysu naftowego z 1973 r. oraz 1979 r. zob. M. Tąkiel, *Funkcjonowanie kartelu międzynarodowego na przykładzie Organizacji Państw Eksportujących Ropę Naftową (OPEC),* niepublikowana praca licencjacka, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2010, s. 44–51.

[52] Szerzej: T. Christofferson, *The French Socialists in Power, 1981–1986: From Autogestion to Cohabitation*, Delaware 1991.

wpływów do budżetu i tak jak przeważnie bywa, kluczem ku temu było uszczelnienie systemu fiskalnego[53].

Dematerializacja papierów wartościowych we Francji wprowadzona została przepisami ustawy z 1981 r.[54], następnie dekretem z 1983 r.[55] i ostatecznie weszła w życie w 1984 r.[56] Przepisy te nadawały dematerializacji papierów wartościowych cechę powszechności i obligatoryjności, tym samym stanowiąc doskonałe narzędzie dla rządu w zakresie kontroli

[53] Tak: M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569; A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 17 oraz J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 304. Warto dodać, że w doktrynie francuskiej pojawiły się także poglądy głoszące, że wprowadzenie pełnej dematerializacji akcji umotywowane jest czołową pozycją Francji we wdrażaniu nowych technologii do sektora usług finansowych. Zmiany te, inicjowane przez rząd, były implementowane równolegle z tymi dotyczącymi kart kredytowych oraz bankowości elektronicznej. G. Hawawini wymienia dematerializację akcji, obok bankowości zdalnej przy użyciu kamery oraz kart kredytowych opartych na czipie, jako przykład rewolucji technologicznej inicjowanej ówcześnie przez rząd francuski. Zob. G. Hawawini, *Financial Innovation and Recent Developments in the French Capital Markets*, University of Pennsylvania Journal of Business Law 1987, vol. 9, nr 1, s. 162.

[54] Zgodnie z art. 94–II Loi n° 81–1160 du 30 décembre 1981 de finances pour 1982 (Journal officiel de la République française (JORF) z 31 grudnia 1981 r., s. 3539) papiery wartościowe emitowane na terytorium Francji i podlegające prawu francuskiemu, niezależnie od ich formy, muszą być zapisywane na rachunkach prowadzonych przez wydającą osobę prawną lub przez upoważnionego pośrednika.

[55] Décret n° 83–359 du 2 mai 1983 pris pour l'application de l'article 94–II de la loi de finances pour 1982 (n° 81–1160 du 30 décembre 1981) (Journal officiel de la République française (JORF) z 3 maja 1983 r., s. 1361). M. Lemonnier podkreśla, że rząd francuski 8 sierpnia 1983 r. określił w okólniku ministerialnym cechy charakterystyczne pojęcia papierów wartościowych, w tym przede wszystkim ich zamienność, zbywalność, jak również możliwość notowania na giełdzie. Zob. M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011, s. 120.

[56] Zob. A. Pretto-Sakmann, *Boundaries of Personal Property: Shares and Sub-Shares,* Oxford 2005, s. 138 oraz M. Dubovec, *The Law of Securities, Commodities and Bank Accounts: The Rights of Account Holders*, Northampton 2014, s. 35. Jednakże uzupełniająco należy podkreślić, że sama instytucja mechanizmu depozytu zbiorowego, *La Caisse Centrale de Depots et virement de Titres*, została wprowadzona we Francji już w 1942 r. Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568 oraz D. Chan, F. Fontan, S. Rosati, D. Russo, *The Securities Custody...*, s. 7.

stanu posiadania papierów wartościowych oraz transakcji z nimi związanych[57]. Podkreśla się, że zmiany w prawie nie miały na celu wywołania rewolucji w kwestii zakresu prawa papierów wartościowych – w teorii miały ograniczyć się wyłącznie do aspektu technicznego, jakim jest forma papieru wartościowego[58].

Istota modelu francuskiego opiera się na założeniu, że zapis na rachunku elektronicznym staje się konkretnym, samoistnym papierem wartościowym i nie może być rozumiany jako część ułamkowa zbiorowego uprawnienia do zbioru papierów wartościowych tego samego rodzaju[59]. Francuski model obrazuje najlepiej naturę tego zjawiska z uwagi na nieodwracalność samego procesu dematerializacji[60]. Adekwatne w tym rozumieniu jest pojęcie dematerializacji zupełnej[61].

1.2.3. Zalety dematerializacji papieru wartościowego

Na podstawie wcześniejszej analizy historycznej oraz współczesnych poglądów obecnych w doktrynie można nakreślić szereg korzyści wynikających z dematerializacji papieru wartościowego. Należy jednak poczynić zastrzeżenie, że poniższy katalog korzyści wynikających z dematerializacji papieru wartościowego przedstawiony jest z perspektywy zalet płynących dla przedmiotowego obrotu rynkowego, nie zaś dla poszczególnych podmiotów funkcjonujących na tym rynku[62].

[57] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 304.

[58] *Ibidem*, s. 304. W zakresie przeglądu poglądów doktryny francuskiej zob. M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 247.

[59] Tak: M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569 oraz J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 304.

[60] A. Pretto-Sakmann, *Boundaries of Personal...*, s. 138. Szerzej w zakresie pojęcia papieru wartościowego oraz dematerializacji w odniesieniu do prawa polskiego i francuskiego zob. M. Lemonnier, J. Zięty, M. Mariański, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011, nr 8, s. 43–52.

[61] Tak: M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 475.

[62] Zastosowanie innego kryterium podziału mogłoby skutkować tym, że dana zaleta byłaby jednocześnie wadą omawianego rozwiązania.

Wśród zalet dematerializacji papieru wartościowego poglądy współczesnej doktryny[63] wskazują na:

(i) obniżenie kosztów zarówno pod względem kreacji, przenoszenia, jak i przede wszystkim przechowywania papierów wartościowych w porównaniu z ich tradycyjną formą – dokumentu[64];

(ii) wzrost bezpieczeństwa obrotu, polegający na wyłączeniu ryzyk, jakie niesie ze sobą materialna forma papieru wartościowego, jak np. kradzież, zniszczenie lub zgubienie[65];

[63] Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569; A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 879 oraz tenże, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 15 i n.; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 282; M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych...*, s. 39; K. Zacharzewski*, Prawo...,* s. 212. L. Sobolewski podkreśla również szereg ryzyk związanych z dematerializacją papieru wartościowego, takich jak np.: ryzyko multiplikacji papierów wartościowych, będące rezultatem powielenia zapisów na rachunkach papierów wartościowych lub innych urządzeniach ewidencyjnych; ryzyko operacyjne, występujące w ramach systemu depozytu papierów wartościowych i polegające na możliwości powstania nieprawidłowości w wewnętrznym funkcjonowaniu instytucji infrastruktury rynkowej; ryzyko depozytowe, polegające na możliwości utraty aktywów pieniężnych lub niepieniężnych, przechowywanych przez instytucję depozytową; ryzyko kredytowe, występujące na rynku regulowanym w publicznym obrocie, którego istota polega na możliwości nieotrzymania świadczenia od drugiej strony transakcji oraz ryzyko zastąpienia, czyli ryzyko poniesienia wyższych kosztów ponownej transakcji przeprowadzonej z uwagi na nieskuteczność transakcji pierwotnej. Zob. L. Sobolewski, [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 874–876.

[64] Przykładem w tym zakresie mogą być statystyki Banku Światowego dotyczące obrotu giełdowego na świecie. Szacuje się, że łączny obrót giełdowy na świecie w 2019 r. wyniósł około 60 bilionów USD. Trzydzieści lat wcześniej wartość ta była ponad dziesięciokrotnie niższa. Przy tej skali obrotu – kreacja, przenoszenie, jak i przechowywanie papierów wartościowych w formie materialnej nie byłyby możliwe. Ponadto tradycyjna forma dokumentu nie umożliwiałaby tak spektakularnej dynamiki wzrostu obserwowanej w wyżej wskazanym okresie. Istotną rolę w tym procesie odegrała dematerializacja papierów wartościowych. Zob. https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD?end=2019&start=1975&view=chart&year_high_desc=false (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[65] Jakkolwiek dematerializacja papierów wartościowych niesie ze sobą niezaprzeczalne korzyści w zakresie bezpieczeństwa obrotu, prorocze wydają się w tym kontekście słowa A. Chłopeckiego z 1995 r., w których autor stwierdza, że dla właścicieli zdematerializowanych papierów wartościowych większym ryzykiem stanie się nieuczciwy informatyk aniżeli pospolity przestępca. W dobie licznych zagrożeń systemów teleinformatycznych, zarówno

(iii) symplifikacja obrotu – przede wszystkim w kontekście łatwości przenoszenia praw[66];

dla instytucji, jak i użytkownika, słowa te są dziś nadzwyczaj aktualne. Zob. A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (I)...,* s. 18. M. Romanowski również podkreśla, że dematerializacja, mimo że niesie ze sobą inne zagrożenia w postaci awarii lub przestępstw komputerowych, to jednak korzyści z niej wynikające znacznie przewyższają dostrzeżone wady, szczególnie w zakresie bezpieczeństwa obrotu. Por. M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 115. W zakresie aktualnych zagrożeń dotyczących obrotu zob. np. J. Divine, *Could the Stock Market Ever Be Hacked?* https://money.usnews.com/investing/articles/2017-07-28/could-the-stock-market-ever-be-hacked (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[66] Trudność w obrocie obrazuje zjawisko *paper crunch* lub *paper crisis*, zaobserwowane w USA na przełomie lat 60. i 70. XX w. W tym czasie nastąpił znaczny wzrost wolumenu transakcji na giełdach nowojorskich. Ówcześnie w USA uproszczony model standardowej transakcji giełdowej polegał na przeniesieniu akcji od sprzedającego do jego pośrednika, a następnie do emitenta lub agenta transferowego, w celu rejestracji transakcji i emisji nowego papieru wartościowego. Następnie miało miejsce przeniesienie nowego, jak i starego papieru wartościowego do odpowiedniego depozytu oraz dostarczenie nowego papieru wartościowego do pośrednika reprezentującego kupującego. Szacuje się, że tylko w 1968 r. omawiany proces miał miejsce ponad 100 milionów razy w odniesieniu do transakcji przeprowadzonych na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (ang. *New York Stock Exchange*, NYSE). Rynek, choć był w stanie poradzić sobie z większą liczbą zawieranych transakcji, nie był odpowiednio wydajny w zakresie rozliczania i przenoszenia papierów wartościowych – i na tym etapie następował „zgrzyt papieru". Podmioty pośredniczące w obrocie nie były w stanie sprostać wymogom w odpowiednim terminie i wynikiem tego były błędy księgowe, nadużycia finansowe, ograniczenia w zakresie godzin i dni obrotu na NYSE. Finalnie trudności finansowe wymusiły konsolidację wśród podmiotów operujących na rynku. Zob. W. Werner, *The Certificateless Society: Why and When?* The Business Lawyer 1971, vol. 26, nr 3, s. 603 oraz M. Aronstein, *The Decline and Fall of the Stock Certificate in America*, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation 1978, nr 1, s. 273. Szerzej na temat ożywionej dyskusji dotyczącej prób znalezienia rozwiązań niniejszego problemu por.: T. Jolls, *Can We Do Without Stock Certificates? A Look at the Future*, The Business Lawyer 1968, vol. 23, nr 4, s. 909–917; L. Rassnick, *Certificateless Deposits and Transfers of Securities in the Federal Reserve System,* The Business Lawyer 1971, vol. 26, nr 3, s. 611–615 oraz G. Mulhern, *First Steps Toward a Certificateless Society Under Existing Law: One Practitioner's Experience*, The Business Lawyer 1971, vol. 26, nr 3, s. 617–621. Obecnie M. Lemonnier, J. Zięty oraz M. Mariański podkreślają, że nowoczesne środki techniczne umożliwiają wręcz automatyczny obrót papierami wartościowymi na masową skalę. Zob. M. Lemonnier, J. Zięty, M. Mariański, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego...*, s. 43.

(iv) optymalizacja procedury wykonywania zobowiązań emitenta wobec uprawnionych z papierów wartościowych[67];
(v) ułatwienie kontroli fiskalnej[68];
(vi) wzmocnienie przejrzystości rynku[69].

1.3. Dematerializacja akcji w prawie polskim

1.3.1. Akcja jako papier wartościowy

Pojęcie akcji może być rozumiane wieloznacznie, co zostanie wykazane w dalszej części niniejszego podrozdziału. Historycznie rzecz ujmując, w doktrynie wyróżnia się trzy podstawowe znaczenia wskazanego terminu[70]:

(i) część kapitału zakładowego wynikająca z podziału wysokości kapitału przez wyemitowaną przez spółkę liczbę akcji[71];

[67] Szerzej: M. Michalski, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe,* Kraków 2000, s. 741; A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 879 i n.

[68] Historycznie ujmując, propozycje zmian legislacyjnych w zakresie dematerializacji papierów wartościowych były motywowane względami fiskalnymi państwa, tak jak w omówionym przypadku Francji w 1981 r.

[69] M. Michalski podkreśla, że system ewidencyjny pozwala na generowanie informacji na temat transakcji sprzedaży papierów wartościowych, co umożliwia organom nadzoru śledzenie zmian zaangażowania w poszczególnych spółkach. Zob. M. Michalski, *Spółki publiczne*, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne formy spółek*, Warszawa 2017, s. 75 i n. Przejrzystość rynku jest oczywiście ściśle skorelowana z obiegiem informacji. M. Lemonnier wskazuje, że przejrzystość rynku w połączeniu z niskimi kosztami transakcji (co również wynika z dematerializacji – M.T.) może pozytywnie wpłynąć na efektywność informacyjną rynku giełdowego. Zob. M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 247. Wybrane aspekty asymetrii informacyjnej przedstawiono w rozdziale drugim niniejszej książki.

[70] Zob. A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 792; J. Modrzejewski, C. Wiśniewski, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe*, Warszawa 2016, s. 363; W. Popiołek, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...*, s. 939–940; A. Kidyba, *Prawo handlowe*, Warszawa 2011, s. 457. Należy jednak zaznaczyć, że „akcja" jest innym pojęciem niż „dokument akcji". Ten ostatni oznacza wyłącznie materialny nośnik prawa akcyjnego. Zob. M. Michalski, *Pojęcie „dokumentu akcji" a pojęcie „akcji" w Kodeksie spółek handlowych*, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 8, s. 3 i n.

[71] Zob. S. Mayson, D. French, C. Ryan, *Company Law*, Oxford 2013, s. 168 i n.

(ii) prawo podmiotowe oznaczające ogół praw akcjonariusza względem spółki;
(iii) papier wartościowy, czyli dokument wystawiony przez spółkę ucieleśniający prawa podmiotowe akcjonariusza.

Posługiwanie się terminem akcji w dalszej części pracy wymaga odniesienia się do wskazanych wyżej znaczeń i uściślenia ich zakresu. W głównej mierze należy poczynić założenie stanowiące o tym, że powyższa charakterystyka, choć wciąż obowiązująca i kluczowa z perspektywy omawianego zagadnienia, ulegnie fundamentalnej zmianie w wyniku wejścia w życie nowelizacji k.s.h. wprowadzającej obowiązkową dematerializację akcji spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych[72]. Koncepcja akcji jako papieru wartościowego pod postacią dokumentu wystawionego przez spółkę i ucieleśniająca prawa podmiotowe akcjonariusza utraci tym samym dotychczasową podstawę normatywną[73]. Ponadto konsekwencje tej zmiany będą miały również pośredni wpływ na koncepcję prawa podmiotowego opartego na legitymacji akcjonariusza wynikającej z posiadania dokumentu. Rolę akcji w formie dokumentu odegra akcja zdematerializowana i w konsekwencji, co do zasady, o legitymacji akcjonariusza będzie decydował wpis na rachunek – w nowelizacji k.s.h. określony mianem rejestru akcjonariuszy.

Omówienia wymagają relacje pomiędzy drugim znaczeniem, opierającym się na rozumieniu akcji jako prawa podmiotowego, a znaczeniem trzecim – traktującym akcję jako dokument. Jest to niezbędne ze względu na odmienny reżim prawny regulujący prawo podmiotowe oraz dokument, który to prawo inkorporuje[74]. Znaczenie drugie ujmuje akcję jako ogół praw akcjonariusza względem spółki i jest to tzw. legitymacja materialna opierająca się na możliwości stwierdzenia, że danemu akcjonariuszowi przysługują określone prawa podmiotowe[75]. Akcja w tym znaczeniu może być rozumiana jako prawo podmiotowe, w skład którego wchodzi „wiązka"

[72] Zob. Komunikat UKNF ws. obowiązkowej dematerializacji akcji z 5 listopada 2020 r., https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=71325&p_id=18 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).
[73] K. Zacharzewski, *Dematerializacja akcji prywatnej...*, s. 311.
[74] W. Popiołek, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...*, s. 940.
[75] A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 793.

uprawnień natury korporacyjnej i majątkowej[76]. Znaczenie trzecie bazuje natomiast na tzw. legitymacji formalnej, którą należy rozumieć jako zewnętrzny przejaw uprawnienia akcjonariusza do legitymacji materialnej. Istota tego pojęcia opiera się na nośniku prawa, jakim jest akcja.

W związku z koncepcją powiązania prawa podmiotowego akcji z jego nośnikiem wyłania się bezpośrednio istota akcji rozumianej jako papier wartościowy inkorporujący prawo o określonej treści[77]. Ani przepisy k.s.h.[78], ani k.c.[79], w przeciwieństwie do u.o.i.f., nie nadają wprost akcji przymiotu papieru wartościowego, jednakże sformułowanie zawarte w art. 3 pkt 1a u.o.i.f. – stwierdzające, że akcje są papierami wartościowymi – wydaje się nie być wystarczającą podstawą, aby odgrywało rolę definicji systemowej[80]. Zdecydowanie należy podzielić pogląd M. Romanowskiego, który wskazuje, że definicja zawarta w art. 3 pkt 1a u.o.i.f. nie jest definicją w sensie logicznym, a wyłącznie uwzględnia akcję w określonym katalogu praw

[76] Do najważniejszych praw i uprawnień wynikających z akcji należą m.in.: prawo do udziału w walnym zgromadzeniu, prawo do głosu podczas walnego zgromadzenia, prawo poboru, prawo do dywidendy, prawo do informacji, prawo do żądania uchylenia uchwały, prawo do żądania stwierdzenia nieważności uchwały, prawo do żądania przymusowego wykupu oraz tzw. prawa mniejszości. A. Kidyba podkreśla, że różnica pomiędzy prawem a obowiązkiem polega na tym, że akcja nie inkorporuje obowiązków, lecz są one z nią związane. Powszechnie akceptowane jest stanowisko prezentowane przez J. Frąckowiaka stanowiące, że akcji oraz obowiązków związanych z udziałem akcjonariusza w spółce nie można traktować w jednolity sposób, gdyż akcje mogą występować wówczas, gdy przypisywane są im jedynie prawa, natomiast nie w sytuacji, gdy miałyby obejmować wyłącznie obowiązki. Dodatkowo A. Szumański stwierdza, że obowiązki akcjonariusza są uzależnione od uzyskania przez niego praw z akcji lub są przesłanką ich utrzymania. Zob. W. Popiołek, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...*, s. 940; J. Frąckowiak, [w:] K. Kruczalak (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2001, s. 468; A. Kidyba, *Prawo...*, s. 458; A. Szumański, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 76 oraz szerzej: W. Popiołek, *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010, s. 76–141.

[77] A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 793.

[78] Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2020 r., poz. 1526 ze zm.).

[79] Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.).

[80] W. Popiołek, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...*, s. 940 oraz A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 793.

majątkowych różnicowanym ze względu na wspólną cechę, jaką jest posiadanie statusu papieru wartościowego[81].

Koncepcja wykonania prawa z papieru wartościowego jest związana z zasadą legitymacji formalnej wyrażoną w polskim prawie w art. 921^6 k.c., zgodnie z którym, jeżeli z wystawionego papieru wartościowego wynika zobowiązanie, dłużnik jest obowiązany do świadczenia za zwrotem dokumentu albo udostępnieniem go dłużnikowi celem pozbawienia dokumentu jego mocy prawnej w sposób zwyczajowo przyjęty. W myśl tej koncepcji historyczna natura akcji jako papieru wartościowego polega na trwałym związku pomiędzy prawem a jego materialnym nośnikiem, tym samym uzależniając realizację prawa wynikającego z akcji od prezentacji dokumentu akcji, czyli jego posiadania, i możliwości nim dysponowania[82]. Wynika z tego domniemanie, że posiadacz dokumentu akcji jest uprawniony materialnie, czyli ma możliwość rozporządzania prawem[83]. Ponadto akcja rozumiana jako prawo podmiotowe akcjonariusza istnieje niezależnie od wydania dokumentu akcji inkorporującego te prawa. Reasumując, akcja tym samym nie kreuje uprawnień, a jedynie odzwierciedla te już istniejące[84]. Wystawienie doku-

[81] Zob. M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 131.

[82] A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 793.

[83] Szerzej zob. M. Bączyk, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 49 oraz T. Komosa, *Papiery wartościowe (opracowanie monograficzne)*, PPH 1995, nr 4 – wkładka, s. 1–3.

[84] S. Sołtysiński, M. Mataczyński, [w:] S. Sołtysiński (red.), *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, Lex/el. 2013, uw. 52; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 801; W. Popiołek, [w:] J. Strzępka (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2019, s. 1051 i n.; A. Opalski, [w:] A. Opalski (red.), *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, Tom IIIA, Legalis/el. 2016, uw. 1. Deklaratywny charakter akcji został również potwierdzony przez SN. Zob. Wyrok SN z dnia 5 lutego 2016 r. (sygn. akt II CSK 139/15). Częściowo odmiennie – A. Kappes, który podkreśla, że jeśli deklaratywny charakter akcji jako papieru wartościowego rozumiany jest w sposób określający, że prawa z akcji istnieją bez dokumentu akcji, to akcja w tym znaczeniu nie będzie w pełni deklaratywnym papierem wartościowym. Autor proponuje tym samym rekonstrukcję definicji cechy deklaratywności, lecz pozostawiając definicję bez zmiany, podkreślić należy, że akcja na okaziciela może mieć charakter deklaratywny albo konstytutywny i jest to zależne od uprawnienia akcyjnego. A. Kappes wyraźnie zaznacza jednak, że niniejsze rozważania nie dotyczą spółki publicznej z uwagi na dematerializację akcji. Zob. A. Kappes, *Charakter*

mentu akcji nie może być zatem konstytutywne dla powstania stosunku korporacyjnego pomiędzy akcjonariuszem a spółką, bowiem niniejszą relację kreuje statut oraz dokumenty regulujące objęcie akcji.

W tym miejscu należy również dokonać dystynkcji akcji jako papieru wartościowego ze względu na kryterium osoby uprawnionej do wykonywania inkorporowanych w niej praw. Co do zasady możemy rozróżnić dwie takie sytuacje. W pierwszym przypadku akcja na okaziciela lub na zlecenie uprawnia każdorazowego posiadacza dokumentu do korzystania z przysługujących mu praw w niej zawartych. Jest to sytuacja, w której prawo akcjonariusza podąża za dokumentem, co z kolei wiąże się z teorią „obiegowości" prawa papieru wartościowego[85]. Odmienna sytuacja występuje, gdy mamy do czynienia z akcją imienną, która ogranicza ten krąg do konkretnej osoby, na którą opiewa ten dokument. W przypadku akcji na okaziciela to dokument podąża za prawem[86]. W niniejszej sytuacji akcja jako papier wartościowy rozumiana jest w świetle sygnalizowanej wcześniej koncepcji wykonania prawa z papierów wartościowych przedstawionej w art. 921^6 k.c.[87] Podkreślić należy jednak, że powyższy podział, historycznie utrwalony w doktrynie, ulegnie zmianie w wyniku wejścia w życie przepisów nowelizacji k.s.h. Nowe brzmienie art. 328 § 1 k.s.h., zgodnie z którym akcje utracą atrybut dokumentu, spowoduje zatarcie różnicy pomiędzy akcją imienną a akcją na okaziciela, ponieważ nabycie akcji oraz ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego będzie zależne od dokonania w rejestrze akcjonariuszy odpowiedniego wpisu, tym samym pozwalając na identyfikację akcjonariusza[88].

prawny akcji jako papieru wartościowego, PPH 2016, nr 9, s. 12 i n.

[85] A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 794.

[86] W. Popiołek, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...*, s. 942.

[87] A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 794.

[88] Tak m.in.: M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości jako cechy konstytutywnej spółki akcyjnej*, PPH 2020, nr 3, s. 9 i n.; K. Zacharzewski, *Dematerializacja akcji prywatnej...*, s. 311; A. Kidyba, *Koniec z akcjami na okaziciela? Taki będzie skutek dematerializacji*, Dziennik Gazeta Prawna, 20 sierpnia 2019 r., https://prawo.gazetaprawna.pl/artykuly/1426564,akcje-na-okaziciela-dematerializacja-kidyba-akcje-imienne.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

1.3.2. Geneza pojęcia dematerializacji akcji w prawie polskim

1.3.2.1. Wprowadzenie

Rozpoczęty w 1989 r. przełom polityczny w Polsce objął swym zakresem liczne zmiany gospodarcze[89]. Przygotowany program zmian przewidywał między innymi liberalizację obrotu gospodarczego, zmiany własnościowe oraz liczne reformy strukturalne[90]. J. Okolski w 1988 r. podkreślał ponadczasowość rozwiązań przedwojennego k.h.[91] – pomimo ponad

[89] Data ta jest powszechnie przyjęta jako historyczna cezura, należy jednak podkreślić, że pierwsze oznaki zmian w zakresie regulacji stosunków gospodarczych rozpoczęły się już po 1980 r., czyli po podpisaniu porozumień sierpniowych i powołaniu Niezależnego Samorządnego Związku Zawodowego „Solidarność". Jednym z pierwszych przykładów zmian może być ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych (Dz. U. z 2020 r., poz. 1644), w której m.in. zdefiniowano, że przedsiębiorstwo jest samodzielną, samorządną i samofinansującą się jednostką gospodarczą, posiadającą osobowość prawną, a organy państwowe mogą podejmować decyzje w zakresie działalności przedsiębiorstwa państwowego tylko w wypadkach przewidzianych przepisami ustawowymi. W zakresie oceny niniejszych regulacji – w szczególności na tle prawa niemieckiego i francuskiego – zob. J. Okolski, *Umowne formy integracji gospodarczej w Polsce*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1986, nr 8–9, s. 230 i n. oraz J. Okolski, W. Opalski, *Uwagi na temat możliwości tworzenia organizacji koncernowych w Polsce*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1987, nr 6, s. 145 i n. Szerzej, w ujęciu prawno-historycznym: J. Frąckowiak, *Osiemdziesiąt lat polskiego prawa handlowego – wzloty, upadki oraz mozolna reaktywacja*, Przegląd Prawa i Administracji 2015, nr 101, s. 54.

[90] Systemowym impulsem do zmian w obrocie były dwie ustawy uchwalone 23 grudnia 1988 r., tj. ustawa o działalności gospodarczej (Dz. U. Nr 41, poz. 324 ze zm.) oraz ustawa o działalności gospodarczej z udziałem podmiotów zagranicznych (Dz. U. Nr 41, poz. 325 ze zm.). Pierwsza z nich zrównała prawa podmiotów państwowych, spółdzielczych i prywatnych zarówno pod względem prawnym, jak i w dostępie do kredytów oraz reglamentowanych dóbr. Ponadto wdrożyła daleko idącą swobodę w zakresie i formie prowadzenia działalności gospodarczej, w tym zgodnie z art. 4 tejże ustawy podmioty gospodarcze mogły w ramach prowadzonej działalności gospodarczej dokonywać czynności oraz działań, które nie były przez prawo zabronione. Ustawa o działalności gospodarczej z udziałem podmiotów zagranicznych, znosząc górną granicę kapitału zagranicznego w spółce, tworzyła bardzo korzystne warunki inwestycyjne. Szerzej: J. Kaliński, *Kiedy zaczęło się odradzanie gospodarki rynkowej w Polsce?* Optimum: Studia Ekonomiczne 2015, nr 1, s. 3–13.

[91] Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. – Kodeks han-

pięćdziesięcioletniego okresu ich marginalizacji[92]. Słowa te zdecydowanie znalazły swoje potwierdzenie w kolejnych latach. To k.h., po odpowiednich zmianach, okazał się kluczowym aktem prawnym dla transformacji polskiej gospodarki i spółek handlowych[93]. W odniesieniu do prawa spółek okres ten można nazwać, za J. Frąckowiakiem[94], mianem „powolnej [...] reaktywacji prawa handlowego". W kontekście obrotu giełdowego sytuacja była jednak diametralnie inna. Zanim powstała giełda i system bankowy, czołową rolę odegrała ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych[95], która jako jeden ze sposobów prywatyzacji przewidywała tzw. prywatyzację kapitałową, opierającą się na sprzedaży akcji prywatyzowanych spółek w drodze oferty publicznej[96]. Ówcześnie M. Wierzbowski trafnie podkreślał, że choć prywatyzacja i napływ zagranicznego kapitału były dominującym rozwiązaniem, sukcesywnie implementowano przepisy umożliwiające oferowanie polskich papierów wartościowych na giełdach zagranicznych[97]. Z pespektywy historycznej należy również wspomnieć o tym, że po raz

dlowy (Dz. U. Nr 57, poz. 502 ze zm.).

[92] J. Okolski, *W sprawie zmian w uregulowaniu spółek handlowych w Polsce*, Palestra 1988, nr 8–9, s. 1. Tak też wnioskuje R. Czerniawski, który z perspektywy czasu podkreśla, że normy k.h. oraz k.c. okazały się na tyle abstrakcyjne, że umożliwiły ich wykorzystanie na etapie wdrażania rozwiązań dotyczących obrotu zdematerializowanymi akcjami w 1991 r. Zob. R. Czerniawski, *Dematerializacja papierów...,* s. 17. M. Michalski określa k.h., w tym szczególnie przepisy dotyczące spółki akcyjnej, mianem wzorcowej regulacji, podkreślając, że okres docenienia jego doniosłości regulacyjnej był zdecydowanie za krótki. Zob. M. Michalski, *Spółka akcyjna w obrocie prawnym w Polsce oraz w prawie polskim od 1918 r. do 1939 r.*, MPH 2017, nr 3, s. 12–13.

[93] K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 278.

[94] J. Frąckowiak, *Osiemdziesiąt lat polskiego prawa handlowego...,* s. 53 i n.

[95] Uchwalona 13 lipca 1990 r. ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. Nr 51, poz. 298 ze zm.) – w wyniku ewolucyjnych zmian ukształtowanych praktyką prywatyzacji składników majątku państwowego – stworzyła podstawy do uchwalenia w dniu 30 sierpnia 1996 r. ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. Nr 118, poz. 561 ze zm.).

[96] K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, s. 280.

[97] Szerzej, w szczególności w zakresie emisji ADRs (ang. *American Depository Receipts*) oraz GDRs (*Global Depository Receipts*), zob. M. Wierzbowski, *Problemy obrotu prawami do polskich papierów wartościowych na rynkach obcych*, PiP 1994, nr 5, s. 20 i n.

pierwszy dematerializacja papieru wartościowego *sensu stricto* nie dotyczyła akcji, lecz deponowania świadectw udziałowych emitowanych w ramach Programu Powszechnej Prywatyzacji przez narodowe fundusze inwestycyjne[98] na rachunkach papierów wartościowych przez osoby uprawnione, w celu obrotu nimi na giełdzie[99]. Tym samym świadectwo udziałowe w formie dokumentu zostało zastąpione przez zapis elektroniczny na rachunku papierów wartościowych. Rynek kapitałowy miał być jednym z filarów transformacji ustrojowej i gospodarczej, a giełda miała stać się symbolem przemian gospodarczych zachodzących w Polsce[100].

Koncept prymatu akcji wpośród papierów wartościowych pozwala na ograniczenie zakresowe dalszego dyskursu do wybranego papieru wartościowego i przeniesienie rozważań z ogólnej teorii zdematerializowanych papierów wartościowych na grunt polskich regulacji rynku kapitałowego ukształtowanych pod koniec XX w. Zasady dematerializacji akcji ulegały zmianom wraz z polskim rynkiem kapitałowym. Jako że obecny kształt regulacji legislacyjnych dotyczących dematerializacji akcji stanowi efekt ewolucji wcześniej wypracowanych rozwiązań, za konieczne należy uznać przybliżenie regulacji dematerializacji akcji na tle wybranych etapów rozwoju tego rynku. Znaczenie przedwojennych regulacji dotyczących funkcjonowania zorganizowanego rynku papierów wartościowych odgrywa obecnie rolę historyczną i nie zostało uwzględnione w niniejszej analizie[101].

[98] Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz. U. Nr 44, poz. 202 ze zm.).

[99] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 114. Szerzej na temat instytucji zob. A. Dębicka, *Sprawne państwo: współczesne koncepcje i instrumenty zarządzania publicznego a administracja publiczna*, Warszawa 2008, s. 180 i n. W zakresie kulis procesu, szczególnie z perspektywy socjologicznej, zob. A. Suwalski, *Ekonomiczno-społeczne zagadnienia sporu o powszechne uwłaszczenie*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 1997, z. 1, s. 75–84.

[100] J. Mojak, [w:] J. Mojak, M. Jakubek, *Prawo giełdowe...,* s. 3; A. Sopoćko, *Giełda Papierów Wartościowych*, Warszawa 1993, s. 12.

[101] W tym zakresie zob. np. A. Chłopecki, M. Dyl, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19*..., s. 751 oraz A. Chłopecki, L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 22–24. Należy jednak podkreślić, że korzenie giełdy w Polsce sięgają 1775 r., kiedy to bez stałych zasad funkcjonowania sesje odbywały się dwa razy w tygodniu. Za historycz-

1.3.2.2. Dematerializacja obrotu – p.p.o.p.w. 1991

Znamienna dla pojęcia dematerializacji akcji i doskonale ilustrująca przełomowy charakter wprowadzanych zmian jest wypowiedź W. Kaczmarka, ówczesnego posła sprawozdawcy i późniejszego Ministra Przekształceń Własnościowych, z obrad Sejmu 21 marca 1991 r., przedstawiająca założenia projektu p.p.o.p.w. 1991: „Przy wprowadzaniu do codziennej praktyki instytucji świadectwa depozytowego może się pojawić kwestia, czy polscy inwestorzy przełamią pewien stereotyp myślenia o akcji jako o materialnym odcinku papieru; oraz drugie pytanie – czy zaakceptują tworzenie polskiego systemu giełdowego w taki sposób, aby mógł on w niedalekiej przyszłości dokonywać przede wszystkim operacji »bezpapierkowych«"[102].

Ostatecznie 22 marca 1991 r. Sejm uchwalił p.p.o.p.w. 1991, które weszło w życie 25 kwietnia tego samego roku[103]. Równolegle do zmian legislacyjnych 12 kwietnia 1991 r. podpisano akt założycielski GPW[104], zaś już

ną datę w rozwoju giełdy papierów wartościowych w Polsce uważa się 12 maja 1817 r. i pierwszą godzinną sesję w Pałacu Saskim w Warszawie. Handel na giełdzie warszawskiej, pierwotnie dotyczący weksli i obligacji, otworzył się na rynek akcji w drugiej połowie XIX w. W okresie międzywojennym istniały również mniejsze giełdy papierów wartościowych: w Katowicach, Krakowie, Łodzi, Poznaniu, Wilnie i we Lwowie. Giełdy te funkcjonowały na podstawie rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd (Dz. U. Nr 114, poz. 1019). Formalnie rozporządzenie Prezydenta RP o organizacji giełd zostało uchylone dekretem o Państwowej Inspekcji Handlowej z 1950 r. (Dekret z dnia 21 listopada 1950 r. o Państwowej Inspekcji Handlowej, Dz. U. Nr 44, poz. 396.). Zob. E. Śnieżek, M. Wiatr, *Przepływy pieniężne*, Warszawa 2014, s. 518; R. Czerniawski, *Statuty giełdy w Warszawie*, Warszawa 1996, s. 12 i n.; S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010, s. 76; M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 51.

[102] Sprawozdanie stenograficzne z 54. posiedzenia Sejmu RP w dniach 21, 22 i 23 marca 1991 r., dostępne pod adresem: http://orka2.sejm.gov.pl/StenogramyX.nsf/0/CB458E16F4638581C1257D20002CC72D/$file/054_000007101.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[103] Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.).

[104] Akt założycielski GPW został podpisany przez J. Lewandowskiego, ówczesnego Ministra Przekształceń Własnościowych, oraz L. Balcerowicza, ówczesnego Ministra Finansów – reprezentującego Skarb Państwa. Zob. Muzeum Historii Polski, Kalendarium historyczne, https://muzhp.pl/pl/e/1930/podpisanie-aktu-zalozycielskiego-gieldy-papierow-wartosciowych (dostęp: 20 lutego 2021 r.). Opracowując zasady funkcjonowania GPW, oparto się na wzorach giełdy francuskiej w Lyonie. W 1990 r. zawarto również po-

cztery dni później odbyła się pierwsza sesja, na której notowano akcje pięciu spółek[105]: Tonsil S.A., Kable Śląskie S.A., Exbud S.A., Próchnik S.A. oraz Krosno S.A.[106] Podczas sesji z 16 kwietnia 1991 r.[107] po raz pierwszy nastąpiło powszechne wykorzystanie w obrocie kapitałowym akcji w postaci elektronicznej[108]. Należy jednak wyraźnie zaznaczyć, że okres dziewięciu dni

rozumienie o współpracy z *Société des Bourses Francaises i Société interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilieres*. Zob. J. Mojak, [w:] J. Mojak, M. Jakubek, *Prawo giełdowe. Papiery wartościowe. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*, Lublin 1999, s. 5 oraz R. Czerniawski, *Dematerializacja papierów...*, s. 16.

[105] R. Czerniawski wskazuje na liczne trudności związane ze sprzedażą akcji tych pięciu spółek. Przede wszystkim problem dotyczył decyzji, czy nabywcom ich akcji powinny być wydane akcje w formie dokumentu czy – zgodnie z rozwiązaniami francuskimi – mają to być papiery zdematerializowane. Zob. R. Czerniawski, *Dematerializacja papierów...,* s. 16. Aktualnie żadna z tych spółek nie jest już notowana na GPW. Na mocy uchwały Zarząd GPW wykluczył z obrotu giełdowego akcje Próchnik S.A. (w upadłości) 8 stycznia 2019 r. Zob. Uchwała Nr 14/2019 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 8 stycznia 2019 r. w sprawie wykluczenia z obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji spółki Próchnik S.A. w upadłości, https://www.gpw.pl/komunikaty-i-uchwaly-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=107843&title=PR%C3%93CHNIK+Uchwa%C5%82a+Nr+14%2F2019 (dostęp: 20 lutego 2020 r.).

[106] Zob. S. Thiel, *Rynek kapitałowy...*, s. 76. Pierwszy prezes zarządu GPW, Wiesław Rozłucki, po latach przyznał, że: „gdy 16 kwietnia 1991 r. otwierałem pierwsze notowanie, nogi drżały mi ze strachu bardziej niż dzwon, w który uderzyłem sekundę wcześniej". Pierwsza sesja odbyła się w dawnym Domu Partii przy ul. Nowy Świat 12 i łączny obrót dnia wyniósł 1990 PLN (przy uwzględnieniu denominacji PLN). Zob. M. Kwiatkowska, Ł. Bąk, *Polacy już wiedzą, że cen akcji nie ustala prezes giełdy*, https://gospodarka.dziennik.pl/news/artykuly/305472,polacy-juz-wiedza-ze-cen-akcji-nie-ustala-prezes-gieldy.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.). W innych relacjach pierwszy prezes GPW wskazuje jednak na 2 lipca 1991 r. jako dzień oficjalnego otwarcia GPW – pierwszy dzień zaprezentowania symbolicznego dzwonu GPW, podarowanego przez francuską giełdę Euronext. Por. E. Bednarz, *Blaski i cienie warszawskiego parkietu,* Horyzonty Finansów 2010, nr 2, s. 90–93.

[107] Pomimo powolnego startu kolejne lata handlu na GPW były charakterystyczne dla młodego rynku, który znajdował się w fazie spekulacyjnej. Spektakularne wzrosty zakończyły się w 1994 r., gdy kursy spółek giełdowych spadły średnio o połowę. Zob. np. A. Szymanek, T. Wiśniewski, *Spółki branży ubezpieczeniowej w historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 2017, nr 4, s. 82.

[108] P. Horosz, *Od klasycznych papierów wartościowych do zdematerializowanych instrumentów finansowych – ewolucja i perspektywy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie 2018, nr 7, s. 206.

pomiędzy wejściem w życie p.p.o.p.w. 1991 (25 kwietnia 1991 r.) a pierwszą sesją giełdową przeprowadzoną na GPW (16 kwietnia 1991 r.) można określić mianem rynku giełdowego[109] nieregulowanego. W tym czasie zarówno zdematerializowany obrót na GPW, jak i samo jej funkcjonowanie nie były jeszcze sankcjonowane przez p.p.o.p.w. 1991 i formalnie nie miały żadnej podstawy prawnej[110]. Powyższe odnotowano w nieco wymijający, i charakterystyczny dla tzw. języka prospektowego, sposób. W prospekcie emisyjnym GPW z 2010 r. opublikowanym w związku z pierwszą ofertą publiczną spółki wskazano, że: „Spółka [GPW – przyp. aut. M.T.] została zawiązana w dniu 12 kwietnia 1991 r. jako jednoosobowa spółka Skarbu Państwa [...]. Przepisy te [p.p.o.p.w. 1991 – przyp. aut. M.T.] przewidywały, iż w terminie do dwóch miesięcy od dnia wejścia w życie ustawy (to jest od dnia 25 kwietnia 1991 r.) zostanie utworzona jednoosobowa spółka Skarbu Państwa dla prowadzenia giełdy papierów wartościowych"[111].

Ustawa p.p.o.p.w. 1991 wprowadziła elementarne pojęcia w odniesieniu do podstaw rynku kapitałowego w Polsce[112], regulując tym samym zarówno obrót publicznymi papierami wartościowymi, jak i zaplecze o charakterze infrastrukturalno-instytucjonalnym – włącznie z wprowadzeniem organu nadzoru w postaci KPW[113].

[109] Ujęte w niniejszej pracy odwołania do giełdy co do zasady mają zastosowanie do giełdy papierów wartościowych, a nie giełdy towarowej. Pojęcie giełdy jest rozumiane jako rynek w postaci zorganizowanego forum obrotu, jak również kategoria spółek odpowiedzialnych za organizowanie tego obrotu. Szerzej o roli rynku kapitałowego w ramach ogólnej struktury rynku finansowego zob. M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 7 i W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2007, s. 7 oraz rozdział drugi niniejszej książki.

[110] Co jednak, wg R. Czerniawskiego, nie przesądzało o braku skutecznego przenoszenia ich własności w tym okresie. R. Czerniawski, *Dematerializacja papierów...*, s. 17.

[111] Zob. Prospekt Emisyjny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/Akcje/Prospekt_Emisyjny_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.), s. 116.

[112] Art. 2 p.p.o.p.w. 1991 wprowadzał w tzw. „słowniczku" definicje legalne, mi.n.: papieru wartościowego, emitenta, publicznego obrotu pierwotnego, jak i wtórnego, papierów emitowanych w serii oraz giełdy papierów wartościowych.

[113] A. Błachnio-Parzych, *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011, s. 50. KPW (Komisja Papierów Wartościowych) odgrywała rolę organu nadzoru do czasu wejścia w życie p.p.o.p.w. 1997. Od 4 stycznia 1998 r. KPW została zastąpiona

Choć obrót akcjami realizowano w postaci elektronicznej, oparty był na immobilizacji akcji, a nie na ich dematerializacji *sensu stricto*[114]. Zasada ta oznaczała, że od samego początku funkcjonowania GPW wszystkie prawa wynikające z akcji będących przedmiotem publicznego obrotu były wprowadzane jako zapisy komputerowe, a ich przeniesienie na inną osobę nie wymagało wydania nabywcy akcji w formie dokumentu tradycyjnego, lecz przeniesienie następowało za pomocą urządzeń komputerowych[115]. W praktyce oznaczało to, że wykorzystywana była instytucja odcinka zbiorczego. Odcinek ten był składany w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) – polskiej centralnej instytucji depozytowej powołanej do życia na mocy p.p.o.p.w. 1991[116]. Należy nakreślić dwie kwestie wymagające rozwinięcia w odniesieniu do instytucji odcinka zbiorczego w prawie polskim – normatywną podstawę jego wystawiania oraz celowość tego rozwiązania[117]. Instytucja odcinka zbiorczego nie występowała w przepisach rangi ustawowej i była obecna jedynie w rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 18 kwietnia 1995 r. w sprawie działania KDPW[118]. Ponadto

przez KPWiG (Komisja Papierów Wartościowych i Giełd), a następnie, od dnia wejścia w życie u.n.r.f. (9 września 2006 r.), zadania KPWiG zostały przejęte przez KNF (Komisję Nadzoru Finansowego). Szerzej: M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym,* Warszawa 2012, s. 71 i n.

[114] Tak: M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 115 oraz tenże, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych...*, s. 40; M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 568; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 311; A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 12–13 oraz tenże, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 824 i n.; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 800; L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 238 i n.; K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 149 oraz tenże, *Głos w dyskusji...*, s. 35; J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996, s. 46 i n.

[115] P. Horosz, *Od klasycznych papierów wartościowych do zdematerializowanych...*, s. 207.

[116] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 311; M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569; L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 238.

[117] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 311.

[118] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 18 kwietnia 1995 r. w sprawie zasad działania KDPW (Dz. U. Nr 56, poz. 293). A. Chłopecki podkreślał, że ówcześnie w doktrynie nie było koncepcji nazewniczej tej instytucji, a jedynym aktem prawnym, w którym to

omawiany system, oparty na dematerializacji obrotu, powodował, że *de facto* akcje w postaci dokumentu tradycyjnego nie były emitowane[119]. Obrót prawami z akcji dokonywał się w sposób właściwy dla dematerializacji *sensu stricto* i fizyczne istnienie odcinka zbiorczego nie miało znaczenia[120].

Powyższe wątpliwości były także przedmiotem dyskusji w doktrynie w odniesieniu do przenoszenia praw z akcji reprezentowanych całościowo przez złożony w KDPW odcinek zbiorczy[121]. Zgodnie z art. 5 § 5 p.p.o.p.w.

określenie się pojawiało, było ww. rozporządzenie. Zob. A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 18. M. Michalski oraz A. Szumański, definiując instytucję odcinka zbiorczego na gruncie p.p.o.p.w. 1991 – jako reprezentującego ogół papierów wartościowych danej emisji opiewających na tożsame co do treści uprawnienia, odwołują się bezpośrednio do rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 18 kwietnia 1995 r. w sprawie zasad działania KDPW i nie kwestionują tego rozwiązania. Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569 oraz A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 644. Por. L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 239.

[119] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 115. Ilustruje to fakt, że na gruncie p.p.o.p.w. 1991 nabywca nie mógł żądać wydania akcji dopuszczonych do publicznego obrotu akcji, lecz miał prawo do otrzymania tzw. imiennego świadectwa depozytowego wystawianego przez dom maklerski, który prowadził jego rachunek papierów wartościowych. Imienne świadectwo depozytowe odgrywało rolę znaku legitymacyjnego potwierdzającego fakt zapisania na danym rachunku określonych akcji. Imienne świadectwo depozytowe nie inkorporowało jednak w sobie żadnych praw i przeniesienie jego na inną osobę nie powodowało przeniesienia akcji wymienionych w treści świadectwa. Zob. P. Horosz, *Od klasycznych papierów wartościowych do zdematerializowanych...*, s. 209 i przywołana tam literatura oraz por. M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych...*, s. 51, gdzie autor również podkreśla dowodowy charakter świadectwa depozytowego. Formalnie wystawianie świadectw depozytowych zostało uwzględnione w zakresie zadań KDPW wyszczególnionych w art. 71 § 4 oraz dodanym pkt 6 na mocy nowelizacji p.p.o.p.w. 1991 i art. 1 pkt 15 ustawy z dnia 9 października 1991 r. (Dz. U. Nr 103, poz. 447) zmieniającej p.p.o.p.w. 1991 z dniem 29 listopada 1991 r.

[120] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 312 oraz por. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 824 i M. Świderska-Iwicka, *Depozyt papierów wartościowych*, PPH 1995, nr 9, s. 26. Szerzej w zakresie charakteru umowy depozytowej w odniesieniu do akcji zob. P. Podrecki, *Dematerializacja papierów wartościowych na przykładzie akcji w ujęciu prawnoporównawczym*, Studenckie Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Jagiellońskiego, Prawo 1995, nr 2, s. 23–38.

[121] Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 312.

1991 w publicznym obrocie papierami wartościowymi[122] przeniesienie praw z papierów wartościowych złożonych w depozycie następowało z chwilą zawarcia umowy[123]. W odniesieniu do powyższego pojawiły się dwa odmienne stanowiska[124].

Zgodnie z pierwszym poglądem była to czynność konsensualna, traktująca art. 5 § 5 p.p.o.p.w. 1991 jako *lex specialis* względem art. 517 § 2 k.c. i art. 921^{12} k.c.[125] M. Romanowski podkreśla, że umowa o przeniesienie praw z papierów wartościowych w ramach transakcji giełdowej dochodzi do skutku poprzez zgodne oświadczenie woli stron transakcji. Umowa ta ma zatem charakter umowy konsensualnej o podwójnym skutku zobowiązująco-rozporządzającym[126]. Zatem w stosunku do dematerializacji obrotu M. Romanowski uważa za niezasadne powiązanie przejścia praw z akcji z wydaniem dokumentu, który w publicznym obrocie stracił swój obiegowy charakter[127].

[122] Zgodnie z art. 49 p.p.o.p.w. 1991 wprowadzenie akcji do publicznego obrotu wymagało akceptacji KPW. Miała ona również, stosownie do art. 52 § 2 p.p.o.p.w. 1991, możliwość uchylenia decyzji zawierającej zgodę na wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu w przypadku braku przestrzegania przez emitenta obowiązków informacyjnych.

[123] A. Chłopecki poddaje ocenie kwestię roszczenia akcjonariusza o wydanie akcji w świetle p.p.o.p.w. 1991 oraz k.h., jak i związane z tym ewentualne zagadnienie powstania prawa podmiotowego relacji między przepisami kodeksu handlowego a normami ustawy o publicznym obrocie, które odnoszą się do kwestii roszczenia akcjonariusza o wydanie dokumentu akcji. Zob. A. Chłopecki, *Roszczenie o wydanie dokumentu akcji w świetle przepisów prawa*, Glosa 1995, nr 11, s. 5–7.

[124] Por. L. Sobolewski, *Przenoszenie praw z papierów wartościowych według nowego Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi – artykuł polemiczny*, MP 1997, nr 8, s. 304–309 oraz R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2000, s. 66–69.

[125] Zgodnie z art. 517 § 2 k.c. przeniesienie wierzytelności z dokumentu na okaziciela następuje przez przeniesienie własności dokumentu, a do przeniesienia własności dokumentu potrzebne jest jego wydanie. Art. 921^{12} k.c. stanowi, że przeniesienie praw z dokumentu na okaziciela wymaga wydania tego dokumentu.

[126] M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, s. 166.

[127] Zob. M. Romanowski, *Przenoszenie praw z papierów wartościowych w ujęciu art. 5 § 5 ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, MP 1996, nr 10, s. 358 i n.; tenże, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 126; w zakresie ówcześnie proponowanych zmian – tenże, *Przenoszenie praw z papierów wartościowych w świetle projektu nowelizacji ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowy-*

Druga koncepcja opierała się na założeniu, że przeniesienie praw z akcji w obrocie publicznym następowało w drodze czynności prawnej realnej lub quasi-realnej. A. Chłopecki – opowiadający się za quasi-realnym stanowiskiem – podkreśla, że istotą tej koncepcji jest uznanie roli przeksięgowania dokonanego na rachunku papierów wartościowych nabywcy za „substytut" przeniesienia posiadania[128]. Interesującym argumentem przemawiającym za niniejszą koncepcją jest sytuacja, którą nakreśla A. Chłopecki, polegająca na sprzedaży akcji przez inwestora dysponującego dwoma rachunkami maklerskimi, na których są akcje tej samej spółki. Konsensualny charakter umowy mógł rodzić wątpliwości co do tego, które akcje zostały faktycznie sprzedane, natomiast quasi-realna koncepcja wymaga, aby w transakcji zostało to określone[129].

Z perspektywy czasu wydaje się jednak, że zarówno M. Romanowski, jak i A. Chłopecki są zgodni co do tego, że niezależnie od różnic koncepcyjnych system obrotu utworzony przez p.p.o.p.w. 1991 funkcjonował w zbliżony sposób do późniejszych regulacji zawartych w p.p.o.p.w. 1997 – pomimo braku w omawianym czasie przepisów umożliwiających dematerializację *sensu stricto*[130].

1.3.2.3. Dematerializacja sensu stricto – p.p.o.p.w. 1997

Dynamiczny rozwój rynku kapitałowego uwidocznił z czasem liczne mankamenty pierwotnej regulacji. Nowelizacje p.p.o.p.w. 1991, mimo wprowadzenia szeregu istotnych zmian[131], okazały się nie być wystarczające.

mi, MP 1997, nr 4, s. 147 i n.

[128] Zob. A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (II)*, PPH 1995, nr 9, s. 17.

[129] A. Chłopecki wspomina o „wyborze" przez nabywcę jednego z biur maklerskich zbywcy, jeśli nie wynika to *explicite* z umowy. Zob. *Ibidem*, s. 17–18.

[130] Zob. odpowiednio: M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 115 oraz A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 824.

[131] W ramach nowelizacji wprowadzono na grunt p.p.o.p.w. 1991 pojęcie spółki publicznej, która zgodnie z art. 52d była spółką, której akcje chociaż jednej emisji zostały dopuszczone do publicznego obrotu. Oprócz zmian merytorycznych wprowadzono również liczne zmiany redakcyjne, które miały poprawić spójność tekstu, jak i wewnętrzne odwołania

Zdecydowano się na opracowanie nowego aktu prawnego[132]. 21 sierpnia 1997 r. zostało uchwalone p.p.o.p.w. 1997[133], a wśród licznych nowych rozwiązań uwzględniono też dematerializację akcji.

Zasada dematerializacji *sensu stricto* akcji dopuszczonych do publicznego obrotu zyskała moc zasady prawnej na gruncie p.p.o.p.w. 1997, której art. 7 ust. 1 stanowił, że: „papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu nie mają formy dokumentu", co jednoznacznie przesądzało o ich całkowitej dematerializacji – nie tylko *de facto*, ale również *de iure*[134]. Zapis elektroniczny w systemie komputerowym zastąpił wcześniejszy wymóg składania w KDPW odcinka zbiorczego[135]. Radykalny kształt demate-

w dokumencie. Zob. M. Wierzbowski, *Nowelizacja prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Pr. Sp. 1994, nr 9, s. 3 i n.

[132] Podczas pierwszego czytania rządowego projektu W. Jasiński podkreślał, że: „blisko pięcioletni okres funkcjonowania ustawy z 1991 r. [p.p.o.p.w. 1991 – przyp. aut. M.T.], mimo wielokrotnych cząstkowych jej zmian, ujawnił w praktyce wiele mankamentów, które uzasadniają potrzebę bardziej kompleksowych zmian. W pracach nad projektem nowelizacji autorzy doszli do wniosku, iż ten zakres zmian oraz znaczny stopień rozwoju rynku giełdowego upoważnia do opracowania nowego, kompleksowego aktu prawnego regulującego obrót papierami wartościowymi". Zob. Sprawozdanie stenograficzne z 97. posiedzenia Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 8 stycznia 1997 r., http://orka2.sejm.gov.pl/Debata2.nsf/118b9e577f3fceeac125746d0030d0fa/f8ff1653ad9ac9f6c12574ef004b6edd?OpenDocument (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[133] Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.).

[134] Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 314; M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 115; M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569–570; R. Czerniawski, [w:] R Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...,* s. 60 i n.; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 800; L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 22–24 oraz P. Horosz, *Od klasycznych papierów wartościowych do zdematerializowanych...*, s. 209.

[135] Tak: J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 314. Por. P. Horosz, *Od klasycznych papierów wartościowych do zdematerializowanych...*, s. 209. Wydaje się jednak, że konsekwentne posługiwanie się przez P. Horosza wyłącznie terminem „odcinek zbiorowy", zarówno w kontekście rozważań na gruncie p.p.o.p.w. 1991, jak i p.p.o.p.w. 1997, nie jest trafne i może rodzić wątpliwości natury interpretacyjnej w odniesieniu do definicji odcinka zbiorowego na gruncie art. 328 k.s.h.

rializacji obrazuje jej obligatoryjny i powszechny charakter względem akcji uzyskujących status papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu[136]. Na gruncie p.p.o.p.w. 1997 warto również sięgnąć do art. 67 tejże ustawy[137], egzemplifikującego dematerializację akcji w dosłownym tego słowa znaczeniu[138]. Notabene niniejszy przepis, pozbawiający papier wartościowy jego materialnego nośnika, jednocześnie nakładał obowiązek zastąpienia określonego prawa majątkowego w nim zawartego – zapisem na rachunku papierów wartościowych[139].

W doktrynie przepisy nowej ustawy nie zostały jednak przyjęte bez pewnych rozbieżności natury interpretacyjnej. Podczas gdy na tle p.p.o.p.w. 1991 pojawiały się w doktrynie odmienne stanowiska w odniesieniu do przenoszenia praw z akcji zdematerializowanych, pewne wątpliwości w tym zakresie wciąż istniały na gruncie p.p.o.p.w. 1997. Wejście w życie p.p.o.p.w. 1997 spowodowało także odmienne interpretacje w przedmiocie kreacji praw z akcji zdematerializowanych.

Dla przedmiotu rozważań w ramach kreacji praw wynikających ze zdematerializowanych akcji kluczowe jest zwięzłe omówienie charakteru art. 7 ust. 2 p.p.o.p.w. 1997. Tradycyjne rozumienie akcji jako papieru

[136] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569–570; M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 162.

[137] Zgodnie z art. 67 p.p.o.p.w. 1997 papiery wartościowe wydane w formie dokumentu mogły być dopuszczone do publicznego obrotu, jeżeli zostały uprzednio złożone do depozytu w domu maklerskim lub banku prowadzącym działalność maklerską albo w banku prowadzącym rachunki papierów wartościowych. Podmioty te były zobowiązane do utworzenia rejestru osób uprawnionych z tych papierów. Skutkiem dopuszczenia do publicznego obrotu papierów wartościowych w formie dokumentu było jednoczesne uzyskanie przez zapisy w rejestrze, o którym mowa powyżej, znaczenia prawnego zapisów na rachunkach papierów wartościowych i pozbawienie mocy prawnej dokumentów złożonych do depozytu.

[138] Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 314. Pozbawienie tradycyjnego dokumentu mocy prawnej i zastąpienie go zapisem elektronicznym w depozycie jest określane mianem dematerializacji następczej. Sytuacja, w której akcja nie funkcjonowała uprzednio w postaci dokumentu, jest określana mianem dematerializacji pierwotnej i niniejsze zagadnienie omówiono szerzej w dalszej części rozdziału.

[139] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 115; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 314.

wartościowego, zakładające jego deklaratywny charakter, budziło wątpliwości na tle art. 7 ust. 2 p.p.o.p.w. 1997, zgodnie z którym: „prawa z papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu powstają z chwilą zapisania papierów po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku". Skoro w przypadku dematerializacji *sensu stricto* powstanie i wydanie akcji nie stanowi przesłanki powstania prawa dokumentowego, to dosłowne stosowanie powyższego przepisu mogło powodować sytuację, w której status prawny akcjonariuszy po zarejestrowaniu emisji akcji przez sąd, a jeszcze przed ich zapisaniem na rachunku papierów wartościowych, nie był jednoznacznie uregulowany[140]. Dla krytycznych rozważań, w stosunku do literalnej interpretacji brzmienia art. 7 ust. 2 p.p.o.p.w. 1997, szczególnie istotne były poglądy określające zdematerializowane akcje mianem mezaliansu prawa podmiotowego i zapisu na rachunku papierów wartościowych[141]. Niniejsze sformułowanie pozwalało na dystynkcję pomiędzy stanem posiadania akcji od stanu przyznania akcji uprawnionemu, co w konsekwencji daje akcjonariuszowi prawo do żądania wydania akcji, które w obrocie publicznym następuje właśnie przez zapis na rachunku papierów wartościowych[142]. Zgodzić się należy z poglądem, że niezależnie od wyznaczenia precyzyjnego

[140] Zob. R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...*, s. 62 i n.; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...,* s. 314; M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, s. 165.

[141] M. Goszczyk używa sformułowania „jurydyczna kompozycja" w odniesieniu do prawa i zapisu elektronicznego na rachunku papierów wartościowych. Zob. M. Goszczyk, *Powstanie praw akcyjnych i akcji,* cz. II, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 11, s. 17. Obecnie, z zastrzeżeniem posługiwania się pojęciem papieru wartościowego, zbliżony pogląd podziela K. Zacharzewski, który również podkreśla rolę kompozycji prawa podmiotowego oraz nośnika w postaci wpisu na rachunek, akcentując przy tym zarówno inny sposób zaistnienia w obrocie, jak i płynące z tego odmienne skutki względem dokumentowych papierów wartościowych. Por. K. Zacharzewski, *Regulacja dematerializacji w nowym Kodeksie cywilnym*, Studia Prawa Prywatnego 2012, z. 1, s. 33 oraz tenże, *Dematerializacja akcji prywatnej...*, s. 322.

[142] Tak: A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 879 w odniesieniu do M. Romanowskiego. Ten ostatni poddał krytyce pierwotne stanowisko wyrażone w tym zakresie przez A. Chłopeckiego. Por. M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, s. 165 oraz A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe*, Warszawa 2001, s. 227.

momentu kreacji prawa podmiotowego, istotny dla rozważań jest moment, kiedy prawo to zaczyna odgrywać swą rolę w odniesieniu do zdematerializowanej akcji[143]. Przepis art. 7 ust. 2 p.p.o.p.w. 1997 jednoznacznie przesądza o tym, że jest to pierwszy moment zapisu na rachunku papierów wartościowych i ów zapis kreuje legitymacyjną funkcję akcji dopuszczonej do obrotu dla posiadacza rachunku praw wartościowych[144].

W odniesieniu do problematyki związanej z przenoszeniem praw na gruncie p.p.o.p.w. 1997 ustawodawca *expressis verbis* przyjął quasi-realną konstrukcję przenoszenia praw z akcji zdematerializowanych w art. 7 ust. 3 tejże ustawy[145], stanowiącym, że: „umowa zobowiązująca do przeniesienia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych"[146].

Przyjęcie wprost koncepcji quasi-realnej w p.p.o.p.w. 1997 nie przesądziło jednak o ukształtowaniu się jednolitego stanowiska w doktrynie. Dominujący pogląd, głoszony przez zwolenników quasi-realnego charakteru przenoszenia praw zawartych w zdematerializowanych akcjach, akcentował zalety tego rozwiązania w porównaniu z budzącym wątpliwości

[143] Tak: J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 315 za: M. Gomoła*, Powstanie papieru wartościowego w świetle ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Pr. Sp. 2000, nr 10, s. 40–41.

[144] Tak: A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 880 oraz M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych...*, s. 39. Por. M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 114, gdzie autor wprost stwierdza, iż: „dematerializacja powoduje, że papier wartościowy przestaje w sposób samodzielny pełnić funkcję legitymacyjną, z wyłączeniem przypadków papierów wartościowych *sensu stricto*".

[145] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 569–570; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 316.

[146] W art. 7 ust. 3 p.p.o.p.w. 1997 zawarta była również regulacja dotycząca pożytków w przypadku, gdyby nastąpiły błędy podczas rozliczania transakcji: „w przypadku, gdy ustalenie prawa do pożytków z papierów wartościowych nastąpiło w dniu, w którym w Krajowym Depozycie [KDPW – przyp. aut. M.T.] powinno zostać przeprowadzone rozliczenie transakcji, lub później, a papiery te są nadal zapisane na rachunku zbywcy, pożytki przypadają nabywcy w chwili dokonania zapisu na jego rachunku papierów wartościowych".

niejednolitym stanem prawnym na gruncie p.p.o.p.w. 1991[147]. Pomimo zmiany przepisów wcześniejsze rozbieżności doktrynalne na gruncie art. 5 § 5 p.p.o.p.w. 1991, w zakresie ówczesnego przenoszenia praw i obowiązywania teorii konsensualnej, wciąż pozostały aktualne.

W omawianym zakresie konsekwentny jest M. Romanowski, który krytykuje zasadę, że przejście praw z papierów wartościowych następuje w momencie zapisu na rachunku papierów wartościowych, a nie w chwili zawarcia transakcji. Autor jednak uznaje utratę statusu umowy konsensualnej o podwójnym skutku rozporządzająco-zobowiązującym i na gruncie p.p.o.p.w. 1997 twierdzi, że mimo utrzymania skutku zobowiązującego wywoływanego z mocy prawa skutek rozporządzający uzależniony jest od dokonania zapisu ewidencyjnego na rachunku papierów wartościowych[148]. Jakkolwiek za M. Romanowskim można stwierdzić, że sformułowanie stanowiące podstawę quasi-realnej koncepcji p.p.o.p.w. 1997 stanowiące o tym, że przeniesienie praw ze zdematerializowanej akcji było przesunięte w czasie do momentu zaksięgowania, sam autor podkreśla równocześnie, że zgodnie z art. 7 ust. 6 p.p.o.p.w. 1997 nie wyłącza to prawa do zobowiązania się do zbycia papierów wartościowych nabytych w wyniku transakcji zawartej na rynku regulowanym przed dokonaniem zapisu na rachunku papierów wartościowych nabywcy[149]. Autor, posługując się przykładem ryzyka podstawowego i ryzyka systemowego, wskazuje na fakt, że przepisy p.p.o.p.w. 1997 miały zwiększyć bezpieczeństwo obrotu[150]. Bezpieczeństwo to powinien jednak

[147] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19*..., s. 883; L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie*..., s. 239 i n. Model quasi-realny w odniesieniu do p.p.o.p.w. 1997 został przyjęty ponadto m.in. przez: M. Michalskiego, zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku*..., s. 570 oraz tenże, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery*..., s. 682 oraz J. Jastrzębskiego, *Pojęcie papieru wartościowego*..., s. 316 czy też K. Zacharzewskiego, *Regulacja dematerializacji w nowym Kodeksie cywilnym*, Studia Prawa Prywatnego 2012, z. 1, s. 34.

[148] M. Romanowski, *Prawo o publicznym*..., s. 166 i n.

[149] Zob. M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18*..., s. 115 i n. oraz tenże, *Prawo o publicznym*..., s. 166 i n.

[150] Ryzyko podstawowe dotyczy sytuacji, w której w ramach rozliczenia transakcji sprzedający nie otrzyma zapłaty w zamian za dostarczenie papieru wartościowego lub odwrotnie, kupujący, wykonując swoje zobowiązanie i dokonując zapłaty, nie otrzyma papieru wartoś-

gwarantować obowiązkowy system rekompensat oraz fundusz rozliczeniowy. Argumentacja ta nie jest wystarczająco przekonująca, szczególnie że quasi-realny charakter umowy dotyczącej przeniesienia praw z papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu pozwala na odstąpienie od realizacji umowy na rzecz uczestnika rynku, który nie spełnia świadczenia w postaci dostarczenia papierów wartościowych bądź zapłaty za ich nabycie. Ponadto scenariusz kreślony przez M. Romanowskiego, polegający na ewentualnej upadłości domu maklerskiego, a w konsekwencji tego zdarzenia – braku przejścia praw ze względu na odmowę rozliczenia transakcji przez KDPW lub wręcz upadłości samego KDPW, można uznać za zbyt daleko idący, podobnie jak samo kwestionowanie sensu istnienia czynności realnych[151].

Za interesujący pogląd, pośrednio krytyczny wobec quasi-realnego charakteru przeniesienia praw, można uznać stanowisko R. Czerniawskiego, który podkreśla, że zalety są korzystne dla KDPW, w przeciwieństwie do akcjonariuszy[152]. R. Czerniawski wskazuje na sytuację, podczas której inwestorowi zawierającemu transakcję kupna na giełdzie w rozumieniu p.p.o.p.w. 1997 przysługuje praktycznie jedynie roszczenie wobec domu maklerskiego o dokonanie właściwego zapisu na rachunku papierów wartościowych, gdyż dopiero od tego momentu osoba ta staje się właścicielem akcji[153].

Charakter przenoszenia praw na gruncie p.p.o.p.w. 1997 trafnie puentuje J. Jastrzębski, stwierdzając, że to zabieg księgowy został *explicite* uczyniony przesłanką alienacji prawa zawartego w akcji[154].

ciowego. Pojęcie ryzyka podstawowego oznacza, że jedna sytuacja tego typu może powodować liczne konsekwencje w postaci niemożności wykonania zobowiązań przez innych uczestników rynku i finalnie, niejako w efekcie domina, doprowadzić do załamania systemu depozytowo-rozliczeniowego. Zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, s. 171.

[151] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 115 oraz tenże, *Prawo o publicznym...*, s. 166.

[152] R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...,* s. 66–69.

[153] *Ibidem*, s. 67.

[154] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 316.

1.3.3. Dematerializacja obecnie

1.3.3.1. Wprowadzenie

Integracja RP w ramach członkostwa w UE wymagała implementacji na grunt polskiego prawa unormowań wynikających z regulacji unijnych[155]. Ponadto w UE silna była koncepcja zapewnienia jednolitych standardów na terenie państw członkowskich w odniesieniu do funkcjonowania rynków kapitałowych[156]. Finalnie p.p.o.p.w. 1997 zastąpiono[157] jednocześnie

[155] A. Chłopecki podkreśla, że p.p.o.p.w. 1997 było nowelizowane w 2000 r. oraz w 2004 r., a celem obu nowelizacji uczyniono dostosowanie prawa polskiego do prawa UE. Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 752. W zakresie procesu akcesji oraz obowiązywania prawa UE na terenie Polski zob. np.: J. Barcz, M. Górka, A. Wyrozumska, *Instytucje i prawo Unii Europejskiej*, Warszawa 2017, s. 433–468; J. Barcik, A. Wentkowska, *Prawo Unii Europejskiej*, Warszawa 2014, s. 696–734 oraz w odniesieniu do systemu prawa UE na płaszczyźnie wewnętrznej państwa członkowskiego zob.: A. Chłopecki, *Sposób tworzenia prawa, w tym wpływu prawa UE na polskie prawo rynku kapitałowego*, Nasz Rynek Kapitałowy 2005, nr 9, s. 24–26; A. Łazowski, R. Ostrihansky, [w:] M. Kenig-Witkowska (red.), *Prawo instytucjonalne Unii Europejskiej*, Warszawa 2017, s. 151 i n.; J. Barcik, A. Wentkowska, *Prawo Unii...*, s. 202 i n. Uzupełniająco należy jednak podkreślić, że wejście w życie tych trzech ustaw było również motywowane spełnieniem wymogów dotyczących realizacji strategii rozwoju rynku kapitałowego *Agenda Warsaw City 2010*. Zob. Uzasadnienie rządowego projektu o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (druk 3970 z dnia 26 kwietnia 2005 r.), s. 1. Szerzej: Ministerstwo Finansów, *Strategia rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010"*, Warszawa 2004 oraz w zakresie realizacji: K. Dobrowolski, *Agenda Warsaw City 2010 – założenia i realizacja,* Studia i Materiały Instytutu Transportu i Handlu Morskiego 2011, nr 8, s. 157–179.

[156] Zob. np. art. 1 dyrektywy prospektowej, gdzie wprost podkreślono, że: „celem niniejszej dyrektywy jest harmonizacja wymagań dotyczących sporządzania, zatwierdzania i rozpowszechniania prospektów emisyjnych, które mają być publikowane w związku z publiczną ofertą sprzedaży papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na regulowanym rynku mającym siedzibę lub działającym w Państwie Członkowskim".

[157] Zmiany obejmowały m.in.: zastąpienie pojęcia publicznego obrotu nową terminologią, odnoszącą się do papierów wartościowych, będących przedmiotem publicznej oferty lub dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym; wprowadzenie procedury zatwierdzania prospektu emisyjnego zamiast konstrukcji dopuszczenia do publicznego obrotu; liczne nowe obowiązki informacyjne oraz, co będzie szczególnie istotne z perspektywy dalszych

trzema ustawami regulującymi polski rynek kapitałowy, określanymi w literaturze mianem „konstytucji polskiego rynku kapitałowego”[158]:

(i) Ustawą o ofercie publicznej (u.o.p.), która obecnie reguluje: zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych, prowadzenia subskrypcji lub sprzedaży tych papierów wartościowych oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi oraz skutki uzyskania statusu spółki publicznej, jak też szczególne prawa i obowiązki związane z posiadaniem oraz obrotem akcjami takich spółek.

(ii) Ustawą o obrocie instrumentami finansowymi (u.o.i.f.), która reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania oraz prowadzenia działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie.

(iii) Ustawą o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (u.n.r.k.), która określa zarówno organizację, jak i tryb wykonywania nadzoru nad rynkiem kapitałowym[159].

Wśród wymienionych trzech ustaw kwestie dotyczące dematerializacji papierów wartościowych zostały uwzględnione bezpośrednio w u.o.i.f., jednakże istota dematerializacji akcji wynika również pośrednio z u.o.p. oraz u.n.r.k. K. Grabowski podkreśla, że dopiero w u.o.i.f. pojawiło się pojęcie dematerializacji, które wcześniej było używane potocznie – w tym wypadku następowało odesłanie do u.o.i.f., w której termin ten miał

rozważań, nową definicję spółki publicznej. Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 879 oraz tenże, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, nr 11, s. 38 i n.

[158] Tak: K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*, s. 97.

[159] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2020 r., poz. 1400).

charakter pomocniczy i rozumiany był jako synonim zarejestrowania akcji w KDPW[160]. Przed analizą obowiązujących przepisów należałoby poczynić zastrzeżenie, że co do zasady podstawowe rozwiązania przyjęte na gruncie u.o.i.f. stanowią kontynuację rozwiązań funkcjonujących na gruncie p.p.o.p.w. 1997 i tym samym zachowane są przepisy odnoszące się do dematerializacji *sensu stricto*, quasi-realnego charakteru przenoszenia praw oraz legitymacyjnej funkcji zapisu na rachunku papierów wartościowych[161]. Z tego faktu wynika, że niektóre sygnalizowane wcześniej problemy interpretacyjne dotyczące p.p.o.p.w. 1991 oraz p.p.o.p.w. 1997 wciąż pozostały aktualne na gruncie u.o.i.f. i ma to bezpośredni wpływ na obecną interpretację przepisów przez doktrynę.

Można przyjąć, że najważniejsze zagadnienia dotyczące dematerializacji papierów wartościowych, w tym akcji, są obecnie ujęte w przepisach art. 5–7 u.o.i.f., które można podzielić w następujący sposób:

(i) Art. 5 u.o.i.f. zawiera normatywną podstawę dematerializacji. Ujęte w nim przepisy wymagają prezentacji w sposób obrazujący ich istotę. Biorąc pod uwagę ich zakres, M. Michalski proponuje następujący podział struktury art. 5 u.o.i.f. dotyczącej podstawy dematerializacyjnej, ze względu na następujące elementy funkcjonalne[162]:

[160] Warto zaznaczyć, że w polskim systemie prawnym termin „dematerializacja" został użyty po raz pierwszy na łamach ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. z 2020 r., poz. 415), w której „forma zdematerializowana", w przeciwieństwie do „formy dokumentu", oznaczała zapis komputerowy. Zob. K. Grabowski, *Dyrektywa o niektórych prawach akcjonariuszy i jej konsekwencje dla spółek publicznych*, Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego 2008, nr 4, s. 537.

[161] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 316. Odmienne stanowisko prezentuje K. Zacharzewski, który twierdzi, że skoro akcja od chwili zapisu jest zarejestrowana na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja w depozycie papierów wartościowych (art. 5 ust. 1 u.o.i.f.), to z dyskusji na temat istoty prawnej papierów wartościowych emitowanych przez spółki publiczne należy całkowicie wyeliminować prawnorzeczowe nawiązania, w tym rozpatrywanie zdematerializowanego papieru wartościowego jako przedmiotu materialnego w rozumieniu art. 45 k.c. Zob. K. Zacharzewski, *Głos w dyskusji...*, s. 36.

[162] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 567. Przeciwstawną tezę stawia J. Jastrzębski, który stwierdza, że w u.o.i.f. nie przewidziano generalnej podstawy dematerializacji papierów wartościowych i art. 5 ust. 1 u.o.i.f. można przypisać jedynie ogólne znaczenie. Zob. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowe-*

- właściwa podstawa dematerializacyjna (art. 5 ust. 1 u.o.i.f.)[163];
- odesłanie do przepisów szczególnych (art. 5 ust. 2 u.o.i.f.);
- przypadki fakultatywnej dematerializacji (art. 5 ust. 3 u.o.i.f.);
- formalna strona procedury dematerializacji (art. 5 ust. 4, 7, 8 i 10 u.o.i.f.);
- problematyka rejestracji instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi (art. 5 ust. 5 u.o.i.f.)[164];
- konsekwencje w zakresie uprawnień ze zdematerializowanych akcji (art. 5 ust. 9 u.o.i.f.);
- system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych poza depozytem papierów wartościowych prowadzonym przez NBP (art. 5 ust. 6 u.o.i.f.).

(ii) Art. 5a u.o.i.f. zawiera odniesienie do przepisów regulujących dematerializację autonomiczną.

(iii) Art. 6 u.o.i.f. reguluje dematerializację następczą, rozumianą jako pozbawienie papieru wartościowego jego materialnego nośnika[165]

go..., s. 316.

[163] Uzupełniając, należy wskazać, że w wyniku wejścia w życie nowelizacji rynku finansowego – ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. poz. 2243 ze zm.), zmieniającej przepisy u.o.i.f. z dniem 1 lipca 2019 r., został dodany art. 5 ust. 1a u.o.i.f. stanowiący, że – jeśli zgodnie z art. 49 ust. 1 (określającym swobodę emisji w ramach centralnego depozytu papierów wartościowych w UE) rozporządzenia 909/2014 – emitent zamierza zarejestrować papiery wartościowe w innym systemie rejestracji, ich dematerializacja następuje z chwilą zarejestrowania w tym systemie. Odbywa się to po spełnieniu warunków, o których mowa w art. 23 rozporządzenia 909/2014 (odnoszące się do swobody świadczenia usług przez centralny depozyt papierów wartościowych). Zob. rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L 257 z dnia 28 sierpnia 2014 r., str. 1, ze zm.).

[164] W wyniku wejścia w życie nowelizacji rynku finansowego – zmieniającej przepisy u.o.i.f. z dniem 1 lipca 2019 r. – wprowadzono art. 5 ust. 5a u.o.i.f., regulujący dodatkowo sytuację prawną papierów wartościowych, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu bez zgody emitenta.

[165] Podkreślić należy również, że w wyniku nowelizacji k.s.h. dodany zostanie art. 6a u.o.i.f.

(iv) Art. 7 u.o.i.f. określa kwestię kreacji i przenoszenia praw ze zdematerializowanych dokumentów – funkcję legitymacyjną zapisu na rachunku papierów wartościowych[166].

Powyższe przepisy pozwalają na wyodrębnienie rodzajowego kryterium różnicowania dematerializacji, tj. dematerializacji pierwotnej oraz dematerializacji następczej lub wtórnej. Dematerializacja *ab initio,* określona w art. 5 ust. 1 u.o.i.f., opiera się na założeniu, że papier wartościowy od chwili powstania występuje wyłącznie w postaci zapisu elektronicznego na właściwym rachunku papierów wartościowych. Dotyczy to nowych emisji papierów wartościowych, wprowadzanych do zorganizowanego systemu obrotu na rynku kapitałowym, zwłaszcza akcji, a także innych papierów wartościowych na podstawie przepisów szczególnych.

Dematerializacja następcza lub wtórna, określona w art. 6 u.o.i.f., charakteryzuje się przekształceniem tradycyjnego papieru wartościowego w papier wartościowy zdematerializowany. Konstrukcja ta oznacza, że dany papier wartościowy od początku miał formę materialnego dokumentu, która została przekształcona w zapis elektroniczny na właściwym rachunku papierów wartościowych. Podkreśla się, że w znaczeniu prawnym pojęcie dematerializacji obejmuje zarówno papiery wartościowe emitowane pierwotnie w postaci niematerialnej, jak i te przekształcone w zapis elektroniczny, lecz dematerializacją *sensu stricto* pozostaje przekształcenie dokumentu z postaci materialnej w niematerialną[167].

W ramach dematerializacji akcji także można wyróżnić podział na dematerializację pierwotną oraz wtórną. Pierwotna oraz wtórna dematerializacja akcji pozostaje w bezpośrednim związku z emisją akcji i przede

stanowiący konstrukcję pomostu łączącego akcje zarejestrowane w rejestrze akcjonariuszy, zgodnie z nowym brzmieniem art. 328^1 § 1 k.s.h., a depozytem papierów wartościowych w rozumieniu u.o.i.f. Zapisy akcji zarejestrowanych w rejestrze akcjonariuszy uzyskują znaczenie prawne zapisów na rachunkach papierów wartościowych i z chwilą zarejestrowania ich w depozycie papierów wartościowych przepisy k.s.h. dotyczące rejestru akcjonariuszy przestaną mieć do nich zastosowanie.

[166] Nowelizacja rynku finansowego wprowadziła również art. 7a oraz 7b u.o.i.f. szczegółowo regulujące instytucję agenta emisji. Kwestie te omówiono w dalszej części rozdziału – w ramach przepisów regulujących dematerializację autonomiczną.

[167] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 116.

wszystkim z doprecyzowaniem konkretnego momentu, w którym emisja ta ma miejsce. Pozwala to na wysunięcie wniosku, że dematerializacja pierwotna zachodzi zawsze bezpośrednio po przeprowadzeniu emisji akcji, czyli wówczas, kiedy jeszcze nie doszło do wydania dokumentów akcji, natomiast skutek emisji można określić faktem nadania akcjom bytu prawnego[168]. Dematerializacja wtórna, tak jak wskazano wcześniej, dotyczy sytuacji, gdy akcje zostały uprzednio wyemitowane w formie dokumentu. Na gruncie stanu prawnego przed wejściem w życie nowelizacji k.s.h. trafne było zatem założenie, że akcje nie mogły podlegać dematerializacji autonomicznej i tym samym w takim przypadku nie mogła nastąpić ich dematerializacja wtórna – w związku z rejestracją w depozycie papierów wartościowych, stosownie do art. 5a u.o.i.f.[169]

Wobec powyższego należy poczynić założenie o charakterze subsydiarnym – zgodnie z art. 5 ust. 7 u.o.i.f. W przypadku papierów wartościowych wyemitowanych poza terytorium RP przedmiotem rejestracji może być ta część papierów wartościowych, która stanowi przedmiot oferty publicznej lub ma być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP. Tym samym przepisy kształtujące reżim dematerializacyjny mają określony zasięg terytorialny i ich stosowanie ograniczone jest do terytorium RP[170]. Dalsze rozważania w zakresie reżimu dematerializacyjnego w odniesieniu do spółki publicznej będą dotyczyły, jeśli nie wskazano inaczej, papierów wartościowych wyemitowanych na terytorium RP.

1.3.3.2. Tryby dematerializacji

1.3.3.2.1. Dematerializacja systemowa i autonomiczna

Historycznie obowiązujące przepisy prawa, dotyczące zagadnienia dematerializacji papierów wartościowych, pozwalają – zgodnie z poglądami obecnymi w doktrynie – na wyróżnienie dwóch zasadniczych i odrębnych

[168] Tak: M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne...*, s. 83.
[169] Zob. *Ibidem*, s. 83.
[170] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 575.

trybów dematerializacji, opierając się na proceduralnym kryterium jej stosowania: dematerializację systemową – regulowaną przez przepisy u.o.i.f. (w szczególności art. 5–12 wraz z dalszą częścią działu III u.o.i.f.) oraz dematerializację autonomiczną, która przeprowadzana jest na podstawie przepisów szczególnych[171].

Ostry podział dematerializacji na systemową i autonomiczną opierał się pierwotnie na założeniu art. 5 ust. 2 u.o.i.f., w brzmieniu sprzed nowelizacji u.o.p., stanowiącym, że papiery wartościowe mogą nie mieć formy dokumentu również w przypadku, gdy przewidują to odrębne przepisy dotyczące emisji tych papierów. Dosłowne odesłanie do przepisów szczególnych konstytuowało pewien językowy pomost pomiędzy dwiema powyższymi formami dematerializacji, stanowiąc jednocześnie o jego wyraźnej granicy[172]. Obecne brzmienie przepisów u.o.i.f. uwzględnia obligatoryjną dematerializację przeprowadzoną na podstawie przepisów szczególnych, w ramach dematerializacji autonomicznej, stosownie do art. 5 ust. 2 u.o.i.f. stanowiącego, że papiery wartościowe **mogą nie mieć lub nie mają** [podkr. własne – M.T.] formy dokumentu również w przypadku, gdy przewidują to odrębne przepisy dotyczące emisji tych papierów[173]. Jednakże przepis art. 5 ust. 2 u.o.i.f. wciąż stanowi podstawę prawną dematerializacji autonomicznej niezależnie od jej charakteru. Co więcej, obligatoryjna dematerializacja przeprowadzona na podstawie przepisów szczególnych, wprowadzona w wyniku tej nowelizacji, wymusiła na ustawodawcy również strukturalne powiązanie dematerializacji systemowej oraz autonomicznej wraz z wprowadzeniem instytucji agenta emisji do treści przepisów u.o.i.f.[174]

[171] Podkreślenia wymaga, iż dematerializacja autonomiczna traktowana była tożsamo z dematerializacją fakultatywną. Por. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 567; M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 117; M. Glicz, *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018, s. 71.

[172] M. Michalski wspomina o „zamiarze edukacyjnym" tego przepisu z uwagi na brak strukturalnego i funkcjonalnego powiązania pomiędzy dematerializacją systemową i autonomiczną. Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 573.

[173] Obecne brzmienie art. 5 ust. 2 u.o.i.f. będzie miało również zastosowanie do przepisów nowelizacji k.s.h.

[174] Zgodnie z art. 7a oraz 7b u.o.i.f. do podstawowych zadań agenta emisji należy weryfi-

Centralnym pojęciem z perspektywy dematerializacji systemowej, wynikającym bezpośrednio z art. 3 pkt 21 u.o.i.f., jest depozyt papierów wartościowych rozumiany jako prowadzony przez KDPW lub spółkę, której zostały przekazane czynności z art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych, obejmujący rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze i konta depozytowe prowadzone przez podmioty upoważnione do tego przepisami prawa, będące instytucjami finansowymi, pod nadzorem KNF[175].

W doktrynie podkreśla się, że najważniejszą normą w zakresie systemowej dematerializacji papierów wartościowych, jednocześnie stanowiącą podstawę dematerializacji obrotu, jest uregulowanie zawarte w art. 7 u.o.i.f. – przepisie kreującym legitymacyjną funkcję zapisu na rachunku papierów wartościowych[176]. Zgodnie z art. 7 ust. 1 u.o.i.f. prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku, z zastrzeżeniem wyjątku ustanowionego dla agenta emisji i wybranych papierów dłużnych[177]. Przepis art. 7 ust. 1 u.o.i.f.

kacja spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych oraz pośrednictwo w czynnościach związanych z zawarciem umowy o rejestrację dłużnych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, stosownie do art. 5 ust. 4 u.o.i.f., pomiędzy KDPW a emitentem tych papierów wartościowych. Podzielić należy pogląd, że wprowadzenie obligatoryjnego pośrednictwa agenta emisji oraz obowiązkowej dematerializacji wybranych dłużnych papierów wartościowych wynika z nadużyć na rynku spowodowanych oferowaniem papierów wartościowych w formie papierowej z pominięciem przepisów regulujących ofertę publiczną. Zob. szerzej: M. Grześków, *Status prawny agenta emisji*, PPH 2019, nr 5, s. 42–50.

[175] M. Michalski, *Spółki publiczne...*, s. 78.

[176] A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 880; M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne...*, s. 78.

[177] W wyniku wejścia w życie nowelizacji rynku finansowego został dodany art. 7a ust. 7a u.o.i.f., zgodnie z którym prawa z papierów wartościowych, o których mowa w art. 7 ust. 1 u.o.i.f., powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych prowadzonej przez agenta emisji i przysługują osobom wskazanym w tej ewidencji jako osoby uprawnione z tych papierów wartościowych. Tym samym prawa z wybranych dłużnych papierów zapisane w powyższych ewidencjach nie powstają już z chwilą ich zapisu na rachunku papierów wartościowych, a wcześniej, tj. w momencie dokonania zapisu w ewidencji osób uprawnionych – prowadzonej przez agenta emisji.

interpretowany łącznie z art. 5 ust. 1 u.o.i.f., tj. przepisem zawierającym właściwą podstawę dematerializacyjną, pozwala na stwierdzenie, że papiery wartościowe zdematerializowane w rozumieniu art. 5 ust. 1 u.o.i.f. nie posiadają nośnika materialnego.

W doktrynie akcentuje się negatywne ujęcie tej definicji, stanowiące, że zdematerializowane papiery wartościowe nie mają formy dokumentu tradycyjnego, rozumianego jako postać dokumentu fizycznego[178]. Literalna interpretacja art. 7 ust. 1 u.o.i.f. pozwala na stwierdzenie, że od momentu pierwszego zapisu na rachunku papierów wartościowych prawo to podlega reżimowi właściwemu dla zdematerializowanych papierów wartościowych[179]. T. Sójka podkreśla, że możliwość określenia momentu pierwszego wpisu na rachunku zdematerializowanych papierów wartościowych nie oznacza automatycznie powstania praw, ponieważ jest to zależne od charakteru danego papieru wartościowego[180]. Zagadnienie momentu zaistnienia zdematerializowanego papieru wartościowego w obrocie stanowi przedmiot szczegółowej analizy w rozdziale czwartym. W tym miejscu należy jednak wyraźnie zaznaczyć, że w przypadku kreacji prawa akcyjnego – w rozumieniu prawa podmiotowego – przepisy k.s.h. muszą być stosowane w pierwszej kolejności, w szczególności art. 430 k.s.h. i kolejne. Następnie powinny być uzupełniane przez u.o.i.f., której normy powinny być interpretowane jako normy uzupełniające[181].

Wyeliminowanie nośnika materialnego i przejęcie w ramach dematerializacji systemowej funkcji legitymacyjnej prawa przez elektroniczny system rejestracji, oparty na odpowiednich urządzeniach ewidencyjnych, ma bezpośrednie konsekwencje w postaci ujednolicenia reżimu właściwego dla

[178] Zastosowanie tego zabiegu definicyjnego nie wyklucza możliwości ich funkcjonowania w formie dokumentu elektronicznego. Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 881; M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne...*, s. 78.

[179] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 318.

[180] Zob. T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 720 i n.

[181] A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 880; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 318; M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 589.

przenoszenia prawa z papierów wartościowych, opartego na art. 7 ust. 2 u.o.i.f.[182] Przenoszenie praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych następuje w wyniku stosowania art. 7 ust. 2 u.o.i.f., zgodnie z którym umowa zobowiązująca przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. W celu zachowania spójności wywodu należy w tym miejscu zaznaczyć, że w u.o.i.f. zachowano quasi-realny model przenoszenia zdematerializowanych papierów wartościowych, wynikający z przyjęcia rozwiązań pierwotnie ukształtowanych w p.p.o.p.w. 1997[183].

Trend ustawodawcy do stopniowego rozszerzania pojęcia dematerializacji na kolejne kategorie papierów wartościowych, notabene akcentując pewne cechy wspólne pomiędzy nimi, nie zmienia faktu stanowiącego, że dematerializację akcji oraz innych papierów wartościowych w rozumieniu u.o.i.f. należy wciąż odróżniać od dematerializacji regulowanej przez przepisy szczególne – odnoszące się do innych typów normatywnych papierów wartościowych. Jest to istotne w odniesieniu do papierów wartościowych, takich jak obligacje[184], certyfikaty inwestycyjne[185], bankowe

[182] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne*..., s. 79.

[183] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego*..., s. 318.

[184] Przedmiot znowelizowanej regulacji art. 5–8 ustawy o obligacjach z dnia 15 stycznia 2015 r. (Dz. U. z 2020 r., poz. 1208). Do polskiego porządku prawnego wprowadzona została obowiązkowa dematerializacja wszystkich obligacji i zgodnie z obowiązującym obecnie brzmieniem art. 8 wyżej wskazanej ustawy obligacje nie mogą mieć formy dokumentu. W zakresie powstawania i przenoszenia praw z obligacji zdematerializowanych stosuje się przepisy u.o.i.f. i co do zasady prawa te, jak w przypadku akcji, powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych. Szerzej, szczególnie w zakresie nowej instytucji agenta emisji: T. Sójka, A. Rycerski, *Agent emisji obligacji*, internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny 2019, nr 7, s. 9–19. Przed nowelizacją wyżej wskazanej ustawy w warunkach emisji dopuszczalna była fakultatywna forma obligacji zdematerializowanych i w takim wypadku prawa z obligacji niemającej postaci dokumentu powstawały z chwilą dokonania zapisu w ewidencji i przysługiwały osobie w niej wskazanej jako posiadacz obligacji. Zob. R. Woźniak, *Moment powstania obligacji – uwagi na tle emisji obligacji zdematerializowanych*, PPH 2016, nr 4, s. 54–58.

[185] Ujęte jest to w art. 123 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2020 r., poz. 95) i zgodnie z jego znowelizowanym brzmieniem certyfikaty inwestycyjne podlegają zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami u.o.i.f., a do

papiery wartościowe[186] oraz listy zastawne[187]. Co do zasady nowelizacja rynku finansowego wprowadziła obligatoryjną dematerializację niepublicznych obligacji, certyfikatów inwestycyjnych oraz listów zastawnych wyemitowanych po 1 lipca 2019 r.[188] Dematerializacja pozasystemowa, określana również mianem dematerializacji autonomicznej, zawarta jest w przepisach ustaw szczególnych regulujących wyżej wymieniony katalog papierów wartościowych[189]. Przed nowelizacją przepisów u.o.i.f. dematerializację

powstawania oraz przenoszenia praw z certyfikatów inwestycyjnych stosuje się przepisy u.o.i.f. dotyczące praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. W poprzednim brzmieniu statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, dopuszczał, aby certyfikaty inwestycyjne tego funduszu nie miały formy dokumentu. Dematerializacja tym samym mogła mieć charakter dematerializacji systemowej, związanej z wprowadzeniem certyfikatów inwestycyjnych na rynek zorganizowany i przeprowadzanej w ramach depozytu papierów wartościowych, lub autonomicznej – odbywającej się poza depozytem papierów wartościowych i tym samym obszarem rynku zorganizowanego. Zob. P. Zawadzka, [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz Lex*, Warszawa 2014, s. 495 i n.

[186] Zgodnie z art. 90 Prawa bankowego – ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz. U. z 2020 r., poz. 1896 ze zm.), określającym formę bankowych papierów wartościowych i dematerializację fakultatywną, dopuszcza się rejestrację bankowych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych zgodnie z odesłaniem do u.o.i.f. Prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają i są przenoszone zgodnie z u.o.i.f. Zob. Z. Ofiarski, *Prawo bankowe: Komentarz Lex*, Warszawa 2013, s. 571 oraz R. Kaszubski, A. Tupaj-Cholewa, *Prawo bankowe*, Warszawa 2010, s. 77 i n.

[187] Nowelizacja rynku finansowego wprowadziła art. 5a do ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. z 2020 r., poz. 415), zgodnie z którym list zastawny nie może mieć formy dokumentu. Jedynym wyjątkiem jest list zastawny o jednostkowej wartości nominalnej przekraczającej równowartość 100 000 EUR, który – zgodnie z u.o.i.f. – podlega zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych w terminie 6 miesięcy od emisji. Art. 7 wyżej wskazanej ustawy do 1 stycznia 2016 r. przewidywał, że hipoteczny list zastawny może być emitowany w formie dokumentu lub w formie zdematerializowanej. Zob. A. Stopyra, R. Woźniak, *Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 36–39.

[188] Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji i rejestr akcjonariuszy w świetle ostatnich zmian legislacyjnych*, PPH 2020, nr 3, s. 15.

[189] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 572.

pozasystemową określano również, z uwagi na swój fakultatywny charakter, mianem dematerializacji dobrowolnej[190].

Nowelizacja rynku finansowego przyniosła także zasadniczą zmianę w zakresie dematerializacji autonomicznej w odniesieniu do obligatoryjnej formy ww. papierów wartościowych. M. Michalski, z uwagi na zmianę charakteru fakultatywnego na obligatoryjny, wspomina wręcz o odejściu od reżimu autonomicznego na rzecz reżimu zunifikowanego[191]. Wynika to z faktu, że obecnie przepisy w zakresie dematerializacji nie są regulowane odrębnie, w autonomiczny sposób, i każdorazowo zawierają odwołanie do przepisów u.o.i.f.

Stosownie do powyższego, opierając się na art. 5a ust. 1 u.o.i.f., umowa pomiędzy emitentem tych papierów wartościowych a KDPW lub spółką, której przekazane zostały czynności wymienione w art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., umożliwia, aby w depozycie papierów wartościowych były rejestrowane również papiery wartościowe, które – zgodnie z odrębnymi przepisami dotyczącymi emisji tych papierów – mogą nie mieć formy dokumentu. Uwzględnienie papierów wartościowych zdematerializowanych, wyemitowanych na podstawie odrębnych przepisów szczególnych, w systemie ewidencjonowania prowadzonym w ramach depozytu papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f., pozwala na prowadzenie ewidencji systemu, zarówno w odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych wyemitowanych w ramach dematerializacji systemowej, jak i pozasystemowej[192].

[190] Zob. M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 117 oraz M. Michalski, *Spółki publiczne...*, s. 78 i n.

[191] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do art. 301–490*, Warszawa 2020, s. 170.

[192] Należy zaznaczyć, że zgodnie z art. 5a ust. 3 u.o.i.f. papiery wartościowe zdematerializowane w trybie dematerializacji autonomicznej mogą być zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych w rozumieniu u.o.i.f. M. Michalski podkreśla, że papiery wartościowe zarejestrowane w ten sposób podlegać będą reżimowi dematerializacyjnemu właściwemu dla ustaw szczególnych, przewidujących dematerializację autonomiczną, lecz reżim ten powinien być wzorowany na zasadach określonych w art. 7 u.o.i.f., w szczególności w zakresie przenoszenia i powstawania praw. Założenie to powoduje utratę wyraźnej granicy pomiędzy reżimem systemowym i autonomicznym, a nawet „nachodzenie" obu tych reżimów na siebie. Zob. M. Michalski, *Spółki publiczne...*, s. 78 i n. oraz tenże, [w:]

1.3.3.2.2. Dematerializacja obligatoryjna i fakultatywna

W ramach dematerializacji systemowej kompleksowa analiza przepisów pozwala na dokonanie dalszego podziału i wyodrębnienie obligatoryjnej formy dematerializacji – uwarunkowanej bezwzględnie obowiązującymi przepisami prawa oraz dematerializacji fakultatywnej – wynikającej z właściwej regulacji prawnej, lecz zależnej od woli emitenta[193].

Według art. 5 ust. 1 u.o.i.f., określającego normatywną podstawę obligatoryjnej dematerializacji, papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej, papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, papiery wartościowe wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu oraz papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub NBP – nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych. Ustawa wprost określa powyższe mianem „dematerializacji".

Powyższy przepis musi być jednak interpretowany łącznie z art. 5 ust. 3 u.o.i.f., stanowiącym, że papiery wartościowe – będące przedmiotem oferty publicznej, które nie będą podlegały dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym albo wprowadzeniu do alternatywnego systemu obrotu, mogą nie podlegać dematerializacji, o której mowa w art. 5 ust. 1 u.o.i.f., o ile emitent tak postanowi oraz dopuszczają to odrębne przepisy określające zasady ich emisji. W odniesieniu do tych dwóch sytuacji fakultatywna decyzja o przeprowadzeniu procesu dematerializacji leży w gestii emitenta, choć ustawodawca dodał także odwołanie do odrębnych przepisów w zakresie emisji w nowelizacji rynku finansowego. Oferta publiczna nie musi skutkiem tego obejmować papierów wartościowych zdematerializowanych, szczególnie w sytuacji, kiedy emitent nie planuje ubiegania się w dalszej kolejności o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym[194]. Wynika to wprost z przepisów u.o.i.f., zgodnie z którymi pojęcie alternatywnego systemu obrotu nie mieści się w zakresie definicji rynku regulowanego, co ma bezpośrednie konsekwencje w innym reżimie porządkującym obie

M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 581.

[193] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 117.

[194] M. Michalski, *Spółki...*, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne...*, s. 81.

płaszczyzny obrotu. Dematerializacja fakultatywna nie może zatem być rozumiana jako *conditio sine qua non* prawidłowej realizacji takiej transakcji, lecz niesie ze sobą niezaprzeczalne zalety związane z usprawnieniem jej realizacji[195].

Łączna analiza przepisów zawartych w art. 5 u.o.i.f. pozwala tym samym na poczynienie następujących założeń w odniesieniu do klasyfikacji dematerializacji systemowej ze względu na formę.

Przede wszystkim, w celu usystematyzowania dalszej dyskusji, należy jednoznacznie stwierdzić, że obligatoryjna dematerializacja dotyczy każdego przypadku dopuszczenia papierów wartościowych – w szczególności akcji – do obrotu na rynku regulowanym[196]. W treści u.o.i.f. nie są przewidziane wyjątki ani odstępstwa od tej zasady. Dematerializacja fakultatywna jest natomiast ściśle związana ze swobodą decyzyjną emitenta i odnosi się wyłącznie do enumeratywnie wyliczonych dwóch przypadków, tj. papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej, lecz niepodlegających dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym, oraz papierów wartościowych wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu. W literaturze podkreśla się historyczne przesłanki oraz uwarunkowania organizacyjno-techniczne stojące za powiązaniem pojęcia dematerializacji obligatoryjnej z procedurą dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym[197].

Historycznie rzecz ujmując, powiązanie dematerializacji obligatoryjnej z obrotem na rynku regulowanym wynikało bezpośrednio z art. 5 oraz art. 89 p.p.o.p.w. 1997 określającego zasadę przymusu rynku regulowanego w odniesieniu do publicznego obrotu papierami wartościowymi w płaszczyźnie obrotu wtórnego[198]. Stosownie do powyższego papiery wartościowe

[195] Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 573 oraz tenże, *Spółki publiczne...*, s. 81.

[196] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 572.

[197] Tak: M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 117 oraz M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 572.

[198] A. Chłopecki, M. Michalski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 220.

dopuszczone do publicznego obrotu mogły być wyłącznie przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, tj. na giełdzie papierów wartościowych, bądź na rynku pozagiełdowym[199]. Zerwanie przez ustawodawcę w u.o.i.f. z zasadą przymusu rynku regulowanego w odniesieniu do obrotu papierami wartościowymi pozwala na założenie, że aktualnie wyłącznie rynek regulowany, opierający się na zasadzie dematerializacji obligatoryjnej, można określić jako płaszczyznę obrotu zapewniającą, zgodnie z art. 18 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f., bezpieczny i sprawny przebieg transakcji[200].

Ponadto systemowa dematerializacja obligatoryjna musi być rozumiana również w szerszym ujęciu, jako rola pełniona przez depozyt papierów wartościowych, zarówno pod względem funkcjonalnym, tj. systemu powiązanych ze sobą urządzeń rejestracyjnych o charakterze technicznym, jak i w ujęciu instytucjonalnym – stanowiącym siatkę strukturalną, w ramach której funkcjonują centralna instytucja depozytowo-rozliczeniowa zapewniająca organizacyjne i techniczne zaplecze dla przeprowadzania transakcji, jak też podmioty prowadzące poszczególne rachunki papierów wartościowych[201].

Podsumowując, przepisy zawarte w u.o.i.f. regulują sposób zawierania transakcji, których przedmiotem są zdematerializowane papiery wartościowe, zarówno na etapie przekazywania zlecenia z firmy inwestycyjnej do spółki prowadzącej rynek regulowany, jak i w dalszej kolejności do spółki prowadzącej rozliczenie transakcji, która odpowiada za rozliczenie transakcji od strony rzeczowej i pieniężnej, jednocześnie zapewniając kontrolę pokrycia, a ponadto właściwe spełnienie przez strony transakcji ciążących na nich z tego tytułu obowiązków[202].

[199] M. Michalski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 222. Jednakże – za M. Romanowskim – warto podkreślić, że formalnie z treści przepisów p.p.o.p.w. 1997 nie wynikał obowiązek wprowadzania papierów wartościowych do obrotu wtórnego, jeśli były uprzednio dopuszczone do obrotu publicznego. Na gruncie p.p.o.p.w. 1997 była zatem również możliwa sytuacja, gdy spółka publiczna nie miała statusu spółki giełdowej ani spółki, której akcje były przedmiotem regulowanego obrotu pozagiełdowego. Zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, s. 158.

[200] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 572.

[201] *Ibidem*, s. 572.

[202] M. Michalski podkreśla także, że w katalogu ustawowych zadań KDPW znajduje się dokonywanie rozrachunku w instrumentach finansowych i środkach pieniężnych w związ-

Rezygnacja w u.o.i.f. z zasady przymusu rynku regulowanego oznacza również, że brak jest przepisów stanowiących o obowiązku ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym kolejnych emisji papierów wartościowych emitenta, co było podstawą art. 84 p.p.o.p.w. 1997 stanowiącego, że spółka publiczna z siedzibą na terytorium Polski była zobowiązana wprowadzić do publicznego obrotu każdą kolejną emisję jej akcji.

Aktualnie, zgodnie z art. 32 ust. 6 u.o.i.f., wyłącznie spółka publiczna, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym – rynku oficjalnych notowań jest zobowiązana do złożenia wniosku o dopuszczenie do obrotu kolejnej emisji akcji, jeśli akcje te były przedmiotem oferty publicznej. Na podstawie niniejszego przepisu spółka publiczna ma 12 miesięcy od dnia zakończenia subskrypcji bądź ustania ograniczeń w zbywalności takich akcji na złożenie wniosku. Procedura ta bezpośrednio determinuje systemową obligatoryjną dematerializację akcji[203].

1.3.4. Dematerializacja akcji w świetle przyszłych zmian legislacyjnych

1.3.4.1. Wprowadzenie

W doktrynie podkreśla się, iż głównym celem dematerializacji pozasystemowej jest zabezpieczenie papieru wartościowego przed ryzykiem zniszczenia, kradzieży lub utraty dokumentu przez osobę uprawnioną[204]. Warto wspomnieć, że w odniesieniu do akcji spółek niepublicznych w obrocie powszechnym obserwuje się zjawisko określane mianem quasi-dematerializacji, polegające na wirtualnym obrocie akcjami złożonymi uprzednio w domu maklerskim lub banku bez faktycznej czynności wydania dokumentu[205]. Zjawisko quasi-dematerializacji, które wymaga odwołania się

ku z transakcjami przeprowadzonymi na rynku regulowanym w odniesieniu do instrumentów finansowych zarejestrowanych w KDPW, jak i prowadzenie rozliczeń na rynku regulowanym. Zob. *Ibidem*, s. 573.

[203] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 573.

[204] P. Zawadzka, [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa...*, s. 496.

[205] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 118.

m.in. do przepisów k.c. regulujących przeniesienie posiadania w drodze powiadomienia depozytariusza w odniesieniu do akcji imiennych, nie powinno być rozpatrywane w ramach analizy pojęcia dematerializacji papieru wartościowego. Quasi-dematerializację można zatem określić mianem pewnego zbioru czynności mających na celu usprawnienie obrotu papierami wartościowymi w prywatnym obrocie, lecz nieposiadających podstaw prawnych je regulujących. Zjawiska, takie jak quasi-dematerializacja, nie zostały dotychczas wyeliminowane z uwagi na brak wcześniejszych podstaw prawnych do dematerializacji fakultatywnej bądź obligatoryjnej niepublicznych spółek akcyjnych.

Punktem przełomowym w omawianym zakresie jest nowelizacja k.s.h., wprowadzająca obligatoryjną dematerializację wszystkich akcji imiennych oraz na okaziciela – zarówno w spółkach akcyjnych, jak i komandytowo-akcyjnych. Obowiązkowa dematerializacja akcji będzie zatem dotyczyła wszystkich akcji istniejących oraz wyemitowanych po wejściu w życie przepisów nowelizacji k.s.h. Nowelizacja k.s.h. ma fundamentalny charakter nie tylko w odniesieniu do postaci, jak i formy obrotu akcjami, lecz także odnośnie do szeregu instytucji prawa handlowego w Polsce. Wymaga to krótkiego rozwinięcia w kontekście badanej tematyki z dwóch niezwykle istotnych powodów – zarówno genezy obranej problematyki, jak i zwieńczenia procesu dematerializacji akcji w Polsce.

Nowelizacja k.s.h. może być rozpatrywana jako katalizator zmian legislacyjnych w odniesieniu do nowego brzmienia definicji spółki publicznej. Choć propozycje nowej definicji spółki publicznej weszły ostatecznie w życie wraz z nowelizacją u.o.p., stanowczo należy podkreślić, że obecna definicja czerpie z wypracowanych uzgodnień w ramach procesu legislacyjnego i prac nad nowelizacją k.s.h. Aspekty te będą przedmiotem dalszej analizy w rozdziale trzecim.

Dodatkowo obligatoryjna dematerializacja wszystkich akcji spółki niepublicznej, jak i akcji spółki publicznej, które wciąż posiadają formę dokumentu, stanowi swego rodzaju klamrę kompozycyjną. Nowelizacja k.s.h., od początku wywołująca liczne kontrowersje, wprowadza wiele nowych problemów na grunt prawa handlowego i zdaje się być przełomowym

momentem dla zagadnienia dematerializacji w Polsce i zwieńczeniem tego procesu, który trwał przez ostatnie trzydzieści lat.

Mając powyższe na uwadze, należy również podkreślić, że przepisy nowelizacji k.s.h., regulujące obligatoryjną dematerializację akcji, ostatecznie wejdą w życie 1 marca 2021 r., zgodnie z art. 43 pkt 7a ustawy o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2, określanej mianem tzw. Tarczy 3.0[206], zgodnie z którą termin ten został przesunięty w czasie o dwa miesiące[207]. Jest to bezpośrednio związane z uprzednio ogłoszonym przez Ministra Zdrowia stanem epidemii na terenie RP i sukcesywnym wprowadzaniem restrykcji oraz ograniczeń w obszarach życia społecznego i gospodarczego, począwszy od 2020 r.[208] Uzupełniająco należy podkreślić, że równolegle do nowelizacji k.s.h., jak i nowelizacji u.o.p., ustawodawca procedował także inne zmiany przepisów – na mocy ustawy z 19 lipca 2019 r. o zmianie ustawy – k.s.h.[209] wprowadzona została, wedle słów A. Opalskiego: „najdalej idąca zmiana k.s.h. od czasu jego uchwalenia", nowa spółka kapitałowa – prosta spółka

[206] Ustawa z 14 maja 2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz. U. poz. 875 ze zm.).

[207] Choć większość przepisów nowelizacji k.s.h. będzie obowiązywać od 1 marca 2021 r., już od początku 2020 r. obowiązek prowadzenia strony internetowej został nałożony na wszystkie spółki akcyjne i komandytowo-akcyjne, na której spółki zamieszczają, w miejscach wydzielonych na komunikację z akcjonariuszami, wymagane przez prawo ich statuty lub ogłoszenia pochodzące od spółek. Ma to również konsekwencje w zakresie zwoływania walnych zgromadzeń i ich prawidłowości. Nie eliminuje to jednak obowiązku dalszej równoczesnej publikacji w Monitorze Sądowym i Gospodarczym. Por. J. Dąbrowska, *Obowiązek publikacji w Monitorze Sądowym i Gospodarczym podmiotów podlegających KrRejSU*, MPH 2019, nr 1, s. 15 i n. oraz J. Matraszek, Z. Wojciechowska, *Wpływ przepisów wprowadzających obowiązkową dematerializację na zaskarżanie uchwał organów „właścicielskich" spółek akcyjnych*, PPH 2020, nr 11, s. 30 i n. A. Chłopecki również stawia pytanie o zasadność spełnienia tego obowiązku w odniesieniu do prowadzonej strony w mediach społecznościowych, konkretnie na Facebooku. Zob. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 176.

[208] Zob. Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu epidemii (Dz. U. poz. 491 ze zm.).

[209] Ustawa z 19 lipca 2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1655 ze zm.).

akcyjna[210]. Zaplecze elektroniczne dla reformy KRS i wniosków składanych elektronicznie okazało się niewystarczające, co miało również wpływ na prostą spółkę akcyjną, która w wyniku ustawy z dnia 13 lutego 2020 r. o zmianie ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw miała wejść w życie rok później niż pierwotnie zakładano, tj. 1 marca 2021 r.[211]

Mimo że tło, tempo prac oraz okoliczności związane z procesem legislacyjnym były zgoła inne w obu przypadkach, należy krytycznie odnieść się do tego samego pierwotnego terminu wejścia w życie dwóch nowelizacji o tak fundamentalnym wpływie na prawo handlowe. Z uwagi na obostrzenia spowodowane SARS-CoV-2, które skutkowały opóźnieniem prac nad elektronicznym postępowaniem rejestrowym, mającym ścisły związek z instytucją prostej spółki akcyjnej – rządowa propozycja legislacyjna wskazywała 1 lipca 2021 r. jako proponowany termin wejścia w życie przepisów wprowadzających prostą spółkę akcyjną[212]. Ostatecznie prosta spółka akcyjna zostanie wprowadzona do polskiego porządku prawnego 1 lipca 2021 r.[213] na mocy innej nowelizacji i tryb legislacyjny związany z tą zmianą był słusznie przedmiotem kontrowersji[214].

1.3.4.2. Przyczyny obligatoryjnej dematerializacji akcji spółek niepublicznych

Wśród przyczyn wprowadzenia obligatoryjnej dematerializacji akcji spółek akcyjnych czy spółek komandytowo-akcyjnych, które nie podlegają

[210] A. Opalski, *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej (część I)*, PPH 2019, nr 11, s. 5.

[211] Ustawa z dnia 13 lutego 2020 r. o zmianie ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 288 ze zm.).

[212] Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (druk nr 899 z 15 stycznia 2021 r.).

[213] Ustawa z dnia 21 stycznia 2021 r. o zmianie ustawy – Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 187).

[214] Szerzej: J. Królak, *Polityczna bitwa o spółkę dla start-upów*, Puls Biznesu, 20 stycznia 2021 r., s. 5.

obowiązkowej dematerializacji w rozumieniu przepisów u.o.p., można wyróżnić dwie nadrzędne – związane bezpośrednio z obrotem oraz regulacyjne[215].

Dematerializacja w rozumieniu nowelizacji k.s.h. wpisuje się w ogólny trend digitalizacji obrotu[216], mający na celu wzrost jego bezpieczeństwa, obniżenie kosztów i utworzenie ram prawnych dla zdematerializowanego obrotu akcjami – zarówno imiennymi, jak i na okaziciela. Argumentacja w tym zakresie nie różni się od stanowisk wypracowanych w doktrynie na przestrzeni ostatnich trzydziestu lat i zaprezentowanych już wcześniej.

Ponadto poddać ocenie należy argumentację wynikającą z otoczenia regulacyjnego towarzyszącego nowelizacji k.s.h. Wskazuje się, że podłożem regulacyjnym do wprowadzenia przepisów zawartych w nowelizacji k.s.h. jest konieczność prawidłowej implementacji dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/849 z dnia 20 lipca 2015 r. w sprawie zapobiegania wykorzystywaniu systemu finansowego do prania pieniędzy lub finansowania terroryzmu, zmieniającej rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 i uchylającej dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2005/60/WE oraz dyrektywę Komisji 2006/70/WE[217]. Argumentacja ta ma również podłoże bezpośrednio w uzasadnieniu projektu nowelizacji k.s.h., gdzie ustawodawca podkreśla, że akcja na okaziciela w spółce niebędącej spółką publiczną może powodować sytuację uniemożliwiającą wymianę informacji podatkowych o jej posiadaczu ze względu na brak możliwości identyfikacji[218].

[215] Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji i rejestr akcjonariuszy w świetle ostatnich zmian legislacyjnych*, PPH 2020, nr 3, s. 13.

[216] W zakresie ryzyk z tym związanych zob. D. Wagner, M. Tąkiel, P. Dąbrowski, *The Paradigm of Corporate Digital Responsibility and Challenges to Its Implementation in a Law Firm,* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4441149 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.)

[217] Dz. Urz. UE L 141, s. 73, ze zm.

[218] W uzasadnieniu nowelizacji k.s.h. wskazuje się tym samym, że może to mieć wpływ na pozycję Polski na arenie międzynarodowej i umiejscowienia jej w gronie krajów wysokiego ryzyka z uwagi na nadużycie związane z tzw. praniem brudnych pieniędzy. Zob. uzasadnienie rządowego projektu o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3541 z dnia 12 czerwca 2019 r.), s. 1.

Wydaje się, że pomimo licznych argumentów ze strony ustawodawcy, stanowiących m.in. o konieczności implementacji przepisów unijnych mających na celu przeciwdziałanie praniu pieniędzy, jak i trosce o bezpieczeństwo i pewność obrotu, powyższy podział należy zdecydowanie uzupełnić stwierdzeniem, że *ratio legis* nowelizacji k.s.h. ma podłoże trafnie określone mianem fiskalno-skarbowego[219]. W tym zakresie właściwym zabiegiem jest podniesienie celnego argumentu udowadniającego, że praktyka zatajania danych na temat rzeczywistego uprawnionego z akcji (ang. *beneficial owner*) jest o wiele bardziej złożonym zjawiskiem i sama identyfikacja akcjonariuszy nie będzie wystarczającym narzędziem[220]. Jednoznacznie poprzeć trzeba pogląd A. Szumańskiego, który twierdzi, że polityka państwa w zakresie fiskalizacji realizowana będzie za prywatne pieniądze przedsiębiorców i może to również osłabić ich zdolność konkurencyjną[221]. Powinno się wyraźnie podkreślić, że w nowelizacji k.s.h. zakłada się, że koszty te będą ponosiły spółki – niniejsze rozwiązanie spełnia wszelkie cechy efektywności – wzrost przychodów po stronie aparatu państwa następuje przy braku zwiększenia nakładów. Wydaje się, że aspekt ten został pominięty w debacie publicznej dotyczącej tego zagadnienia i odgórnie zaakceptowano założenie o ponoszeniu tych kosztów przez spółki[222].

[219] Tak: K. Zacharzewski, *Dematerializacja akcji prywatnej (niepublicznej) spółki akcyjnej de lege ferenda*, Studia Iuridica Toruniensia 2018, nr 2, s. 324.

[220] Tak: J. Dąbrowska, *Powszechna dematerializacja akcji i akcje rejestrowe*, [w:] M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak, J. Szczotka (red.), *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie. Tom I*, Warszawa 2020, s. 449 i n. Por. M. Grabowski, *Prowadzenie rejestru akcjonariuszy a obowiązki wynikające z ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy*, PPH 2021, nr 2, s. 32 i n.

[221] Zob. A. Szumański, *Nowelizacje kodeksu spółek handlowych w okresie od 2013 do 2017 r. z uwzględnieniem planowanej nowelizacji przewidującej obowiązkową dematerializację wszystkich akcji*, [w:] J. Frąckowiak (red.), *Kodeks spółek handlowych po 15 latach obowiązywania*, Warszawa 2018, s. 346.

[222] M. Flaga, *Pożegnanie z dokumentami akcji,* Rzeczpospolita, 26 października 2018, s. D5; A. Perzyna, *Dematerializacja akcji spółek handlowych – projekt przepisów*, https://www.prawo.pl/prawnicy-sady/dematerializacja-akcji-spolek-handlowych-projekt-przepisow,69209.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

1.3.4.3. Obligatoryjna dematerializacja akcji spółki niepublicznej

Zmiany przepisów k.s.h., uchwalone w nowelizacji k.s.h., mają na celu przede wszystkim wprowadzenie obligatoryjnej dematerializacji akcji spółek akcyjnych i spółek komandytowo-akcyjnych w przypadkach, gdy nie podlegają one uprzednio dematerializacji na gruncie u.o.i.f. Zgodnie z nowym brzmieniem art. 328 § 1 k.s.h. akcje nie mają formy dokumentu – wraz z wejściem w życie przepis ten wprowadzi zatem podstawę dematerializacji autonomicznej niepublicznej spółki akcyjnej[223]. Art. 328 § 2 k.s.h. doprecyzowuje również zakres stosowania przepisów o akcjach odpowiednio do innych wybranych papierów wartościowych: warrantów subskrypcyjnych, świadectw użytkowych, świadectw założycielskich i innych tytułów uczestnictwa w dochodach lub podziale majątku spółki[224]. Powyższa konstrukcja opiera się na art. 328[1] k.s.h., zgodnie z którym akcje spółki niebędącej spółką publiczną podlegają zarejestrowaniu w rejestrze akcjonariuszy.

Według art. 328[1] § 2 k.s.h. rejestr ten jest prowadzony w postaci elektronicznej przez podmiot kwalifikowany, stosownie do przepisów u.o.i.f. Rejestracja akcji zdematerializowanych w rejestrze akcjonariuszy, choć obowiązkowa, nie posiada wyraźnej i bezpośredniej podstawy w tym zakresie na gruncie przepisów nowelizacji k.s.h. Interesujący pogląd w tym zakresie wyraża A. Zwolińska-Doboszyńska, która podkreśla, że obowiązek dotyczy wyłącznie zawarcia umowy przez spółkę o prowadzenie takiego rejestru[225], a właściwy obowiązek w zakresie dematerializacji dotyczy jedynie akcji będących przedmiotem rejestracji w depozycie papierów wartościowych, jak przewiduje art. 594 § 1 pkt 2 k.s.h. w nowym brzmieniu[226]. Autorka, odwołując się do wykładni celowościowej i w drodze analogii, ostatecznie potwierdza charakter dematerializacji jako obligatoryjny, jednak jest to stanowisko warte uwidocznienia.

[223] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 160.

[224] Podzielić należy pogląd M. Michalskiego, który podkreśla, że konstrukcja warunkująca „inne tytuły uczestnictwa" jest prawdopodobnie błędem legislacyjnym ze względu na obowiązywanie zasady *numerus clausus* papierów wartościowych. Zob. *Ibidem*, s. 158.

[225] Szerzej: P. Izdebski, *Umowa o prowadzenie rejestru akcjonariuszy – wybrane uwagi konstrukcyjnoprawne*, PPH 2021, nr 2, s. 51–58.

[226] A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 13.

Rejestr akcjonariuszy, zgodnie z przepisami nowelizacji k.s.h. i art. 328^1 § 3 k.s.h. w nowym brzmieniu, zdefiniowany jest również jako rozproszona i zdecentralizowana baza danych[227]. Rejestr ten na podstawie art. 328^{12} k.s.h. jest systemem rejestracji opartym na zasadzie jednego reżimu rejestrowego – akcje nie mogą być jednocześnie zarejestrowane w rejestrze akcjonariuszy i depozycie papierów wartościowych[228]. T. Sójka wskazuje na trzy funkcje rejestru akcjonariuszy, którego prowadzenie powierzone zostanie podmiotom kwalifikowanym, tj. uprawnionym do prowadzenia rachunków papierów wartościowych na mocy u.o.i.f.[229]:

(i) instytucji depozytowej, rejestrującej daną serię akcji na rzecz emitenta oraz nadzorującej zgodność liczby akcji w obrocie z wielkością emisji;
(ii) podmiotowi prowadzącemu rachunek zdematerializowanych akcji na rzecz każdego z uprawnionych[230];
(iii) instytucji rozrachunkowej, która odnotowuje zmiany w stanie „posiadania" każdego z uprawnionych akcjonariuszy.

Procedura dematerializacji akcji, zgodnie z nowelizacją k.s.h., opiera się na szeregu czynności dokonywanych przez spółkę – począwszy od

[227] Por. szczególnie w zakresie tej definicji w kontekście rozproszonej technologii *blockchain* i prowadzenia rejestru akcjonariuszy – M. Bronowska, J. Matraszek, *Blockchain a rejestr akcjonariuszy*, PPH 2020, nr 4, s. 23–29 oraz B. Klinger, J. Szczepański, *Blockchain – history, features and main areas of application*, Człowiek w Cyberprzestrzeni 2017, nr 1, s. 10 i n. Krytycznie w zakresie tej regulacji zob. M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 162.

[228] Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 16.

[229] T. Sójka, *Dematerializacja akcji niepublicznej spółki akcyjnej*, MP 2020, nr 13, s. 669.

[230] Podkreślić należy szeroki zakres oraz szczegółowość danych gromadzonych w rejestrze akcjonariuszy zgodnie z art. 328^3 k.s.h. – dane te obejmują m.in.: firmę, siedzibę i adres spółki; oznaczenie sądu rejestrowego i numer, pod którym spółka jest wpisana do rejestru; datę zarejestrowania spółki i emisji akcji; wartość nominalną, serię i numer, rodzaj danej akcji i uprawnienia szczególne z akcji; nazwisko i imię bądź firmę (nazwę) akcjonariusza oraz adres jego zamieszkania albo siedziby, albo inny adres do doręczeń, a także adres poczty elektronicznej, jeżeli akcjonariusz wyraził zgodę na komunikację w stosunkach ze spółką i podmiotem prowadzącym rejestr akcjonariuszy przy wykorzystaniu poczty elektronicznej; wpis o przejściu akcji lub praw zastawniczych na inną osobę albo o ustanowieniu na akcji ograniczonego prawa rzeczowego; ograniczenia co do rozporządzania akcją; postanowienia statutu o związanych z akcją obowiązkach wobec spółki.

pięciokrotnego wezwania akcjonariuszy do złożenia dokumentów akcji, aż po właściwy akt złożenia dokumentów akcji w spółce[231]. Wejście w życie przepisów nowelizacji k.s.h. zakłada wygaśnięcie akcji jako dokumentów i – zgodnie z przepisami przejściowymi nowelizacji k.s.h. – akcje dokumentowe zachowają tym samym moc dowodową wyłącznie w zakresie wykazywania przez akcjonariusza wobec spółki, że przysługują mu prawa udziałowe, przez okres pięciu lat od dnia wejścia w życie nowelizacji k.s.h. Oznacza to, że od 1 marca 2026 r. akcja dokumentowa straci zatem funkcję obrotową, a jej charakter prawny będzie odpowiadać znakowi legitymacyjnemu[232]. Praktyczny aspekt powyższej regulacji obrazuje ogłoszenie Poczty Polskiej S.A. – zamieszczone zgodnie z przepisami k.s.h. w Monitorze Sądowym i Gospodarczym 22 lipca 2020 r.[233] Poczta Polska S.A. poinformowała o utracie odcinka zbiorowego akcji inkorporującego wszystkie akcje w kapitale zakładowym spółki należące do Skarbu Państwa, będącego jedynym akcjonariuszem spółki, i jednocześnie zgłosiła zamiar umorzenia ww. odcinka zbiorowego akcji. Proces dematerializacji akcji okazał się wyzwaniem dla całego rynku[234].

1.3.4.4. Konsekwencje

Wejście w życie przepisów nowelizacji k.s.h. będzie rodziło szereg następstw i choć nowelizacja ta jest określana mianem wysoce atrakcyjnej pod względem badawczym[235], z uwagi na zakres dyskursu, należy ograniczyć wybrane konsekwencje do dwóch płaszczyzn – zmian w odniesieniu do przedmiotu dematerializacji oraz reżimu regulującego proces.

Zgodnie z nowelizacją k.s.h. akcje niepublicznej spółki akcyjnej występować będą wyłącznie w formie zdematerializowanej. Dotyczy to zarówno

[231] Zob. w szczególności w zakresie utraty dokumentu akcji: P. Modrzejewski, A. Potasz, *Umorzenie dokumentów akcji a obowiązek ich dematerializacji*, PPH 2020, nr 7, s. 32–37.
[232] Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 17.
[233] Zob. Monitor Sądowy i Gospodarczy z 22 lipca 2020 r., nr 141 (6031), poz. 35819, https://ems.ms.gov.pl/msig/przegladaniemonitorow.monitoritem.pobierzmonitor/141/2020/0.6333045959472656/$N (dostęp: 20 lutego 2021 r.).
[234] Szerzej: P. Tychmanowicz, *Kłopotliwe rejestry akcjonariuszy*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 10 grudnia 2020 r.
[235] Tak: K. Zacharzewski, *Dematerializacja akcji prywatnej (niepublicznej)...*, s. 324.

akcji, które obecnie mają formę dokumentową, jak i akcji, które będą wyemitowane po 1 marca 2021 r.[236] Przede wszystkim należy stanowczo potwierdzić wcześniej przedstawione założenie, że akcja, nawet w formie zdematerializowanej, pozostaje wciąż papierem wartościowym. Zdematerializowana akcja niepublicznej spółki akcyjnej, tak jak w przypadku spółki publicznej, ma postać deklaratywnego papieru wartościowego. Prawa podmiotowe akcjonariusza powstają już z chwilą wpisu spółki do rejestru albo wpisu do rejestru nowej emisji akcji, a wpis do rejestru akcjonariuszy nie jest przesłanką powstania praw podmiotowych akcjonariusza w przypadku powstania spółki albo akcji nowej emisji[237]. Nowelizacja k.s.h., mimo utrzymania w brzmieniu art. 334 k.s.h. stanowiącego o podziale akcji na imienne oraz na okaziciela, zgodnie z art. 328^9 § 1 k.s.h. stanowi jednak, że nabycie akcji albo ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego następuje z chwilą dokonania w rejestrze akcjonariuszy wpisu wskazującego nabywcę. Konstytutywny charakter wpisu w rejestrze akcjonariuszy niesie ze sobą szereg następstw prawnych, szczególnie pod względem czynności prawnych stanowiących podstawę rozporządzenia, skutków wpisu, jak i konsekwencji wpisu niezgodnego z rzeczywistym stanem prawnym[238]. Wybór przez spółkę niepubliczną reżimu dematerializacyjnego również będzie miał wpływ na zasady obrotu akcjami w jednostopniowym systemie depozytowym, jakim jest rejestr akcjonariuszy. Przeniesienie akcji rejestrowych będzie wymagało dokonania stosownego wpisu w rejestrze akcjonariuszy. W systemie dwustopniowym, jakim jest depozyt papierów wartościowych, konieczna jest zarówno zmiana na koncie depozytowym KDPW, jak i zmiana na rachunku uprawnionego[239]. Jest to niewątpliwie związane z podstawą funkcjonowania systemu depozytowo-rozliczeniowego, którą stanowią rozliczenie (ang. *clearing*) oraz rozrachunek (ang. *settlement*)[240].

W literaturze podkreśla się przede wszystkim, że na gruncie nowelizacji k.s.h. następuje zatarcie i praktyczne zrównanie akcji imiennych z akcjami

[236] Zob. M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości...*, s. 8 i n.
[237] T. Sójka, *Dematerializacja akcji niepublicznej...*, s. 669.
[238] Szerzej: W. Popiołek, *Rozporządzanie akcjami rejestrowymi spółek niepublicznych,* Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2020, nr 5, s. 2–12.
[239] A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 15.
[240] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 38.

na okaziciela[241]. T. Sójka akcentuje, że podział ten wskazywał na różnice w zakresie mechanizmu obrotu oraz wykonywania praw z dokumentowych papierów wartościowych, i w przypadku papierów zdematerializowanych nie ma już racji bytu[242]. M. Michalski również poddaje krytyce niwelację różnicy pomiędzy akcjami imiennymi a akcjami na okaziciela, wskazując na dwie implikacje zastosowania tego zabiegu[243].

Spółka akcyjna, w wyniku pozbawienia jej akcji w formie dokumentu i zastąpienia formą wpisu do rejestru akcjonariuszy, traci pierwotną cechę anonimowości, którą zapewnia anonimowy akcjonariat, co wynika bezpośrednio z obrotu jej akcjami. W zakresie obrotu akcjami nastąpi unifikacja reżimu właściwego dla rozporządzania nimi. Podkreśla się, że nabycie akcji oraz ustanowienie ograniczonego prawa rzeczowego będzie następowało z chwilą dokonania w rejestrze akcjonariuszy odpowiedniego wpisu, analogicznie jak w przedstawionej uprzednio koncepcji dematerializacji systemowej i art. 7 u.o.i.f.[244]

Zmianie ulega również dotychczasowy podział na dematerializację systemową i autonomiczną – choć mamy do czynienia z zasadą jednego reżimu dematerializacyjnego, akcje spółki niepublicznej mogą podlegać alternatywnie dematerializacji autonomicznej na podstawie *modus operandi* przewidzianego przez art. 328^{1}–328^{14} k.s.h. albo klasycznej dematerializacji systemowej opartej na przepisach u.o.i.f. i art. 5–7. Sytuacja ta znacznie komplikuje ukształtowany podział – szczególnie umożliwiając spółkom niepublicznym wybór reżimu depozytowego, będącego alternatywnym rozwiązaniem względem reżimu opartego na rejestrze akcjonariuszy. Pozytywną zmianą jest jednak obowiązek rejestracji w KDPW wszystkich niezdematerializowanych dotychczas akcji przez spółki publiczne, jak i zgodnie z nowym brzmieniem definicji spółki publicznej w związku z nowelizacją

[241] Tak m.in. T. Sójka, *Dematerializacja akcji niepublicznej...*, s. 669 oraz M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości...*, s. 8 i n.

[242] T. Sójka, *Dematerializacja akcji niepublicznej...*, s. 669.

[243] M. Michalski*, Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości...,* s. 8 i n. Odmiennie A. Zwolińska-Doboszyńska, która zdaje się aprobować wprowadzone rozwiązanie i postuluje likwidację podziału akcji imiennych i na okaziciela w polskim porządku prawnym. Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 20.

[244] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red*.), Kodeks spółek...*, s. 169.

u.o.p., przez spółki niepubliczne posiadające akcje zdematerializowane w KDPW. Sytuacja ta będzie dotyczyła spółek, które utraciły status spółek publicznych w związku z wykluczeniem albo wycofaniem ich akcji z obrotu na rynku regulowanym, albo w alternatywnym systemie obrotu przed wejściem w życie nowelizacji u.o.p., która zmieniła brzmienie art. 91 u.o.p., a także spółek, które zdematerializowały swoje akcje w depozycie, opierając się na przesłance oferty publicznej na podstawie art. 5 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f.[245] Zmiana ta pozwoli na uporządkowanie statusu spółek publicznych i zakończy wieloletnie problemy związane z sytuacją spółek wykluczonych z obrotu i posiadających część akcji w formie zdematerializowanej, a pozostałe wciąż w formie dokumentowej. Wszystkie akcje, począwszy od 1 marca 2021 r., powinny być w jednym depozycie papierów wartościowych.

1.3.4.5. Prosta spółka akcyjna

Uzupełniająco i w odniesieniu do planowanych zmian w zakresie nowelizacji k.s.h. należy w ograniczonym aspekcie omówić nową spółkę kapitałową – prostą spółkę akcyjną. Wynika to z faktu, że w 2021 r. do treści k.s.h. zostaną wprowadzone dwa odrębne i rozłączne reżimy rejestrowe akcji – dla spółki akcyjnej oraz dla prostej spółki akcyjnej. M. Michalski podkreśla, że akcje prostej spółki akcyjnej nie są tożsame z akcjami spółki akcyjnej, co wynika z fundamentalnej różnicy w zakresie konstrukcji jurydycznej pomiędzy tymi spółkami[246].

Prosta spółka akcyjna, wedle A. Opalskiego, ma stanowić odpowiedź na potrzeby rynkowe, wprowadzając do systemu prawa handlowego: „nowoczesny typ zamkniętej spółki kapitałowej, pozwalający na realizację celów niemożliwych bądź nadmiernie trudnych do osiągnięcia przy wykorzystaniu istniejących dotąd w prawie polskim typów spółek handlowych, w szczególności spółki z o.o. i spółki akcyjnej”[247]. Prosta spółka akcyjna w teorii ma łączyć zalety spółek kapitałowych – tj. ograniczenie osobistej odpowiedzialności z elastycznym ukształtowaniem stosunków majątkowych,

[245] Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 16.
[246] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 165.
[247] A. Opalski, *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej (część I)...*, s. 5.

organizacyjnych, opierając się na nowoczesnym mechanizmie inkorporacji i przenoszenia praw[248].

Przede wszystkim należy podkreślić, że przedmiotem szerszej analizy nie będzie prosta spółka akcyjna jako spółka handlowa w rozumieniu k.s.h. Prosta spółka akcyjna jest nowym typem spółki akcyjnej i ze spółką akcyjną łączą ją pewne elementy wspólne. Warto zauważyć, że zagadnienie prostej spółki akcyjnej jest niezwykle kontrowersyjne w doktrynie i wydaje się, że w toku prac legislacyjnych ukształtowały się dwa skrajnie odmienne stanowiska – zwolenników, w tym przede wszystkim osób biorących udział w pracach legislacyjnych nad projektem noweli k.s.h. w tym zakresie[249], jak i krytyków proponowanej zmiany[250].

[248] *Ibidem*, s. 5.

[249] Wśród członków zespołu ds. wypracowania przepisów o prostej spółce akcyjnej znaleźli się m.in.: A. Opalski, T. Sójka, K. Oplustil, A. Herbert, M. Mataczyński, A. Radwan, A.W. Wiśniewski i M. Mazgaj. Ponadto wśród zwolenników wymienić należy takich badaczy, jak: M. Wierzbowski, S. Sołtysiński, J. Napierała oraz P. Drapała. Zwolennicy prostej spółki akcyjnej wskazują na pięć jej zalet: możliwość wnoszenia na akcje wkładu pracy i usług; możliwość wycofywania funduszy kapitałowych ze spółki, które nie są potrzebne do rozwoju działalności; autonomię w ustalaniu wzajemnych relacji i kształtowaniu organizacji spółki; wybór między znanymi dotąd strukturami zarządzania spółką (zarząd i rada nadzorcza jako organ fakultatywny) a modelem rady dyrektorów, nawiązującym do wzorców anglo-amerykańskich, **trwałą dematerializację akcji zapewniającą bezpieczeństwo i efektywność obrotu akcjami** [podkr. własne – M.T.] oraz pozwalającą chronić interes nabywcy akcji w uzyskaniu praw członkowskich, czego nie zapewnia reżim przenoszenia udziałów spółki z o.o. Zob. List poparcia w sprawie prostej spółki akcyjnej, https://www.rp.pl/Firma/309169992-List-poparcia-w-sprawie-prostej-spolki-akcyjnej.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[250] Stanowisko zwolenników prostej spółki akcyjnej było odpowiedzią na opublikowany wcześniej list otwarty do posłów i senatorów RP w sprawie zmian w k.s.h. Podpisali go m.in.: J. Okolski, M. Michalski, A. Szumański, A. Kappes, A. Szajkowski, W. Pyzioł, A. Kidyba, W. Popiołek, A. Chłopecki, M. Romanowski oraz J. Frąckowiak. Sygnatariusze wskazują na istotne zagrożenie dla bezpieczeństwa obrotu, w szczególności dla przyszłych wierzycieli prostych spółek akcyjnych, z uwagi na funkcjonowanie bez majątku, zagrożenie dla potencjalnych inwestorów w takich spółkach, m.in. poprzez sposób prowadzenia rejestru akcji i brak granic uprzywilejowania dla akcji oraz brak harmonizacji z systemem prawa spółek, co narusza jego spójność. Zob. List otwarty do posłów i senatorów RP w sprawie zmian w Kodeksie spółek handlowych, https://www.rp.pl/Firma/304059933-List-otwarty-do-poslow-i-senatorow-RP-w-sprawie-zmian-w-Kodeksie-spolek-handlowych.html

Zgodnie z nowym brzmieniem k.s.h. i dodanym art. 300^{29} § 1 k.s.h. akcje prostej spółki akcyjnej będą występowały wyłącznie w formie zdematerializowanej[251]. T. Sójka zaznacza, że jedynym sposobem doniosłego formalnoprawnie uzewnętrznienia praw udziałowych akcjonariusza prostej spółki akcyjnej stanie się wpis do rejestru prowadzonego w formie elektronicznej[252]. Reżim dematerializacyjny w prostej spółce akcyjnej jest wzorowany na nowelizacji k.s.h. w tym zakresie i na mechanizmie w niej wypracowanym w stosunku do spółek akcyjnych oraz komandytowo-akcyjnych. Autorzy tej koncepcji podkreślają, że zamierzali zachować zbliżony reżim dematerializacji akcji z zastrzeżeniem odmienności przepisów wynikających z roli, jaką ma pełnić prosta spółka akcyjna w obrocie[253]. Należy zwrócić uwagę przede wszystkim na art. 300^{31} § 1 k.s.h. w nowym brzmieniu, zgodnie z którym rejestr akcjonariuszy prowadzony jest przez podmiot kwalifikowany zgodnie z u.o.i.f. oraz notariusza prowadzącego kancelarię notarialną na terytorium RP[254].

Szczególnie istotny jest art. 300^{36} § 2 k.s.h. w nowym kształcie stanowiący o tym, że akcje wyemitowane przez prostą spółkę akcyjną nie mogą być dopuszczone ani wprowadzone do obrotu zorganizowanego w rozumieniu u.o.i.f. – czyli zarówno w ramach rynku regulowanego, jak i alternatywnego systemu obrotu. Wyłącza to również możliwość dematerializacji akcji prostej spółki akcyjnej w rozumieniu przepisów u.o.i.f. Jednakże prosta spółka akcyjna korzysta z rozwiązań wypracowanych w u.o.i.f. w odniesieniu do rozporządzania akcjami i przenoszenia praw. Zgodnie z art. 300^{37} k.s.h. nabycie akcji albo ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego następuje z chwilą dokonania wpisu w rejestrze akcjonariuszy[255].

(dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[251] M. Tąkiel, *Dematerializacja akcji prostej spółki akcyjnej*, Rzeczpospolita, 29 kwietnia 2022 r., s. D6.

[252] T. Sójka, *Obrót akcjami prostej spółki akcyjnej*, PPH 2020, nr 1, s. 5.

[253] A. Opalski, *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej (część II)*, PPH 2019, nr 12, s. 4.

[254] Jest to przedmiotem słusznej krytyki przez W. Popiołka, który podkreśla brak różnic w tym zakresie pomiędzy spółką akcyjną a prostą spółką akcyjną. Zob. W. Popiołek, *Rozporządzanie akcjami rejestrowymi...*, s. 9.

[255] T. Sójka, *Obrót akcjami...*, s. 8.

Rozwiązania zaprezentowane w konstrukcji prostej spółki akcyjnej zostały poddane częściowej krytyce[256]. Wydaje się jednak, że sformułowanie J. Kruczalak-Jankowskiej w odniesieniu do prostej spółki akcyjnej, określającej ją mianem *cherry picking*, czyli swobodnego wyboru z regulacji obejmujących różne spółki kapitałowe najbardziej atrakcyjnych rozwiązań i wprowadzenia ich do konstrukcji prostej spółki akcyjnej, wymaga uzupełnienia[257]. Niezależnie od kontekstu wypowiedzi nie należy jednak traktować powyższego sformułowania w sposób negatywny w odniesieniu do prostej spółki akcyjnej. Powyższe postępowanie, czyli wprowadzanie nowatorskich i przyszłościowych rozwiązań, jest zasadne. Zbliżoną drogę przeszła także instytucja dematerializacji. Konieczne jest dostosowanie narzędzi i instrumentów prawnych do współczesnych realiów rynkowych oraz gospodarki cyfrowej, co wymaga nowoczesnej oraz elastycznej struktury kapitałowej. Podzielić należy zdanie T. Sójki uznającego, że dyskusja wokół prostej spółki akcyjnej na etapie legislacyjnym niedostatecznie akcentowała nadchodzące wyzwania gospodarcze, na jakie spółka ta ma odpowiedzieć[258]. Naturalnie, pewne wątpliwości w tym wypadku budzić może jedynie pytanie, czy rozwiązania te nie zostały wprowadzone przedwcześnie, lecz fakt ten zweryfikuje dopiero praktyka najbliższych lat[259].

[256] Zob. m.in.: A. Kappes, *Prosta spółka akcyjna – czy rzeczywiście prosta i czy potrzebna? Uwagi do projektu nowelizacji Kodeksu spółek handlowych, wprowadzającego prostą spółkę akcyjną (projektowane art. 300[1]–300[121] k.s.h.)*, PPH 2018, nr 5, s. 10–16; P.M. Wiórek, *O braku potrzeby wprowadzenia prostej spółki akcyjnej (PSA) z perspektywy prawnoporównawczej*, PPH 2018, nr 5, s. 4–9.

[257] J. Kruczalak-Jankowska, *Prosta spółka akcyjna – polską superspółką?* PPH 2018, nr 9, s. 28–29. Tego typu trend można także zaobserwować w prawie amerykańskim. Zob. np. A. Regiec, *Hybrydowe rodzaje spółek w prawie amerykańskim*, PPH 2017, nr 4, s. 53 i n.

[258] T. Sójka, *O potrzebie zmian unormowań niepublicznych spółek kapitałowych – uwagi na kanwie projektu przepisów o prostej spółce akcyjnej*, PPH 2018, nr 9, s. 18.

[259] Tak: J. Okolski, S. Strzelecka, *Nowy typ spółki kapitałowej – prosta spółka akcyjna*, [w:] M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Piecznіak, J. Szczotka (red.), *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie. Tom I*, Warszawa 2020, s. 933. Zob. M. Tąkiel, A. Anduła, *The Simple Joint-Stock Company – Two Years in the Making: A Success Story or Market Failure,* Legal Industry Reviews 2023, nr 3, s. 32.

Z perspektywy rozważanego tematu, zważywszy na powiązanie dematerializacji oraz obrotu zorganizowanego, warto przytoczyć stanowisko J. Okolskiego oraz S. Strzeleckiej[260]. Autorzy podkreślają, że skoro akcje prostej spółki akcyjnej nie mogą być przedmiotem oferty publicznej i tym samym dopuszczenia do obrotu zorganizowanego, to zasadność ich obowiązkowej dematerializacji oraz prowadzenia rejestru akcjonariuszy można uznać za bezcelową. Powyższe stanowisko, choć nieco krytyczne wobec prostej spółki akcyjnej, można jednak ekstrapolować na płaszczyznę niepublicznych spółek akcyjnych oraz komandytowo-akcyjnych w ramach nadchodzącej obowiązkowej dematerializacji wszystkich ich akcji. Prosta spółka akcyjna czerpie z rozwiązań ujętych w nowelizacji k.s.h. i tym samym problematyczna byłaby sytuacja, gdyby akcje prostej spółki akcyjnej, jako nowego rodzaju spółki, pozostały w formie dokumentowej, podczas gdy akcje każdej spółki akcyjnej przechodziłyby proces dematerializacji. Powyższy argument dotyczy zatem również niepublicznej spółki akcyjnej – po wejściu w życie nowelizacji k.s.h. zdematerializowane akcje również nie będą przedmiotem obrotu zorganizowanego. Wydaje się zatem, że nie należy jednak traktować powyższego poglądu J. Okolskiego oraz S. Strzeleckiej wyłącznie krytycznie – w odniesieniu do prostej spółki akcyjnej, a szerzej – także wobec niepublicznej spółki akcyjnej, jak i spółki komandytowo-akcyjnej. Możliwym i teoretycznie najprostszym rozwiązaniem byłaby w tym wypadku fakultatywna dematerializacja akcji, zarówno prostej spółki akcyjnej, jak i spółki akcyjnej. Nie wydaje się jednak, że wprowadzanie nowego typu spółki kapitałowej powinno współcześnie uwzględniać akcje w materialnej postaci. Niezależnie od tego, czy dematerializacja w tym wypadku byłaby obowiązkowa, czy fakultatywna, proponowane rozwiązanie powinno być jednakowe dla tych spółek – zarówno prostej spółki akcyjnej, jak i niepublicznej spółki akcyjnej oraz spółki komandytowo-akcyjnej. Jeśli ustawodawca na potrzeby prostej spółki akcyjnej czerpał z rozwiązań zastosowanych w nowelizacji k.s.h., to warto podkreślić, że było to właściwe podejście pod względem spójności systemu. Nie umniejsza to jednak słuszności argumentu poddającego celowość obowiązkowej dematerializacji akcji

[260] *Ibidem*, s. 932.

spółek niepublicznych, co pozostaje osią nowelizacji k.s.h. i będzie miało również przełożenie na formę akcji prostej spółki akcyjnej.

Niestety, okoliczności natury zewnętrznej spowodowały pierwotny zbieg terminów wejścia w życie zarówno nowelizacji k.s.h., jak i przepisów wprowadzających prostą spółkę akcyjną. Ustawodawca, motywując swoje zamiary bezpieczeństwem i pewnością obrotu, mógł uzyskać odwrotny efekt, powodujący natężenie wątpliwości nie tylko w aspekcie teoretyczno-prawnym, lecz przede wszystkim praktycznym. Koincydencję w tym zakresie należałoby ocenić jako niefortunną[261]. Ostateczna dwuetapowa nowelizacja przepisów k.s.h. wydaje się bardziej przejrzystym zabiegiem.

1.4. Papier wartościowy wobec zjawiska dematerializacji

Sedno dematerializacji, polegające na zerwaniu związku pomiędzy prawem majątkowym a nośnikiem materialnym, ma niezwykle ważne następstwa w odniesieniu do stopnia ingerencji niniejszego zjawiska w jego jurydyczną istotę. Zagadnienie zdematerializowanego papieru wartościowego i jego związku z klasycznym papierem wartościowym pozostaje przedmiotem żywej dyskusji – zarówno na gruncie obowiązujących przepisów u.o.i.f., jak i podczas obowiązywania przepisów p.p.o.p.w. 1991 oraz p.p.o.p.w. 1997. Zważywszy na powyższe, problematyka oceny ingerencji dematerializacji w konstrukcję papieru wartościowego powinna być omówiona po analizie przepisów wynikających z trzech powyższych ustaw oraz zwięzłym nakreśleniu przyszłych zmian legislacyjnych w wyniku nowelizacji k.s.h. Wśród licznych głosów obecnych w doktrynie można wyróżnić trzy dominujące koncepcje w tym zakresie.

1.4.1. Koncepcja braku wpływu dematerializacji na konstrukcję papieru wartościowego

Pierwsza koncepcja, w rozwoju której czołową rolę w polskiej doktrynie należy przypisać F. Zollowi, opiera się na założeniu, że dematerializacja jest czynnością wyłącznie techniczną i nie ma wpływu na konstrukcję papieru

[261] Por. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 231.

wartościowego ze względu na fakt, iż sam zapis informatyczny może być uważany za dokument[262]. Powyższa koncepcja oparta została na zerwaniu z dotychczasową koncepcją papieru wartościowego i sformułowana na podstawie szwajcarskiej koncepcji klauzul dokumentowych[263]. Niniejsze stanowisko można uznać za punkt odniesienia wobec dalszej dyskusji i dwóch pozostałych koncepcji dotyczących przedmiotowego zagadnienia. Wywód prezentowany przez jej autora opiera się na wcześniej przedstawionym założeniu stanowiącym, że papier wartościowy w rozumieniu art. 921^6 k.c. należy traktować jako dokument[264]. Pomocnicze posiłkowanie się przepisami k.p.c.[265] pozwoliło autorowi na dokonanie podziału dokumentów na prywatne oraz urzędowe. Co do zasady w odniesieniu do papierów wartościowych istotne, w rozumieniu F. Zolla, będą dokumenty prywatne bez względu na to, kto jest ich wystawcą. Analiza art. 244 k.p.c. umożliwiła sformułowanie poglądu, że mimo braku legalnej definicji dokumentu jego mianem można określić pismo zawierające oświadczenie wywołujące skutki na gruncie prawa cywilnego. F. Zoll nie kwestionuje zatem wymogu podpisu takiego dokumentu, jednakże dopuszcza możliwość, aby dokument ten nie był podpisany, jeśli ma inny charakter aniżeli prywatny bądź urzędowy. Zastosowanie powyższego zabiegu w odniesieniu do papierów wartościowych pozwala F. Zollowi na przyjęcie odważnego założenia, że przepisy zawarte w k.c. nie formułują obowiązku podpisu papieru wartościowego, rozumianego jako dokument kwalifikowany, będący przedmiotem odrębnej regulacji. Zważywszy na powyższe, F. Zoll neguje charakter art. 78 § 1 k.c. determinującego formę pisemną oświadczenia woli, dla której ważności konieczne jest złożenie własnoręcznego podpisu na dokumencie obejmującym treść oświadczenia woli, twierdząc wprost, że pismo nieopatrzone podpisem należy traktować jako dokument, który może zawierać klauzule dokumentowe i tym samym wywoływać skutki w prawie materialnym,

[262] F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 31–34.

[263] Por. szczególnie z pewnymi zastrzeżeniami odnośnie do koncepcji F. Zolla: J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 84–88.

[264] F. Zoll, *Klauzule dokumentowe...*, s. 22 i n.

[265] Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. z 2020 r., poz. 1575 ze zm.).

przybierając postać papieru wartościowego[266]. Wniosek ten pozwala F. Zollowi na odrzucenie podpisu jako warunku *sine qua non* istnienia dokumentu, co w konsekwencji umożliwia sformułowanie tezy, że pismo jest dokumentem i dlatego sam dokument może istnieć w postaci zdematerializowanej jako zapis informatyczny[267]. Jeśli natomiast przepisy szczegółowe będą wymagały podpisu dla wystawienia papieru wartościowego, w ocenie F. Zolla, podpis ten swobodnie może zostać powielony mechanicznie i złożony poprzez kwalifikowany podpis elektroniczny.

Stanowisko F. Zolla, zrywające z dotychczasową koncepcją papieru wartościowego, opierającą się na szwajcarskiej koncepcji klauzul dokumentowych, pierwotnie spotkało się z przychylnym przyjęciem ze strony części doktryny[268]. Z perspektywy czasu wydaje się, że recepcja koncepcji klauzul dokumentowych na grunt prawa polskiego ujawniła swoje pewne wady i obecnie postrzegana jest jako interesująca doktrynalnie, lecz wciąż alternatywna teoria koncepcji papieru wartościowego[269].

[266] *Ibidem*, s. 31–34.

[267] *Ibidem*, s. 31–34. Por. Z. Radwański, *Elektroniczna forma czynności prawnej*, MP 2001, nr 22, s. 1108 i n.

[268] A. Chłopecki podkreślał ówcześnie, że podstawową tezą pracy F. Zolla jest traktowanie w doktrynie pojęcia papieru wartościowego w oderwaniu od kontekstu relacji zobowiązaniowych wyrażanych przez strony stosunku zobowiązaniowego za pomocą klauzul dokumentowych. Przesądza to o fakcie, że dokumenty te są przejawem woli stron stosunku zobowiązaniowego również w odniesieniu do ich zdematerializowanej formy. P. Machnikowski również wyrażał aprobatę wobec wskazanej tezy i podkreślał, że niniejsze klauzule dokumentowe zmieniają porządek legitymacyjny, jak i zasady przenoszenia uprawnień. Por. A. Chłopecki, *Recenzja, F. Zoll, Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2001*, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 9, s. 41 oraz P. Machnikowski, *Recenzja pracy F. Zolla, Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001, PiP 2002, nr 4, s. 86–88.

[269] W takim tonie np. Ł. Gasiński, *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej*, Warszawa 2014, s. 52. Należy jednak zaznaczyć, że obecnie F. Zoll, podkreśla doniosłość swojego wkładu w doktrynę, twierdząc, że jego prace były przedmiotem zarówno aprobaty, jak i krytyki, a ponadto stały się impulsem do wypracowania nowych teorii. Istotny jest pogląd autora, stanowiący o tym, że ewolucja prawa rynku kapitałowego nie wpłynęła na zasadniczą zmianę ówcześnie wypracowanych pojęć i obecnie zjawisko dematerializacji, niegdyś charakterystyczne dla prawa papierów wartościowych, zaczęło swym zakresem obejmować także prawo cywilne. Zob. F. Zoll, [w:] M. Stec (red.), *Prawo instru-*

W celu oceny powyższego stanowiska należy przytoczyć treść art. 7a p.p.o.p.w. 1997 (którego sens wyrażony jest aktualnie w art. 13 u.o.i.f. oraz art. 6 u.o.p.). Na kanwie tego przepisu F. Zoll opierał swoje rozważania dotyczące ciągłości koncepcyjnej papieru wartościowego w odniesieniu do pojęcia publicznego obrotu[270]. Art. 7a p.p.o.p.w. 1997 stanowił, że oświadczenia woli składane w związku z dokonywaniem czynności w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi mogą być wyrażone za pomocą elektronicznych nośników informacji, a konsekwentnie związane z tymi oświadczeniami dokumenty mogą być sporządzane na elektronicznych nośnikach informacji, pod warunkiem ich należytego sporządzenia, utrwalenia, zabezpieczenia i przechowywania. Tudzież powyższa forma spełniała kryteria formy pisemnej zastrzeżonej pod rygorem nieważności[271].

Powołanie się na art. 7a p.p.o.p.w. 1997 przez F. Zolla pozwoliło M. Michalskiemu na prezentację dwóch krytycznych argumentów podważających tezy głoszone przez F. Zolla.

M. Michalski stwierdza, że F. Zoll, powołując się na przepis art. 7a p.p.o.p.w. 1997, nie uwzględnił właściwego porządku historycznego nowelizacji przepisów p.p.o.p.w. 1997 i tym samym rodzi to konsekwencje stanowiące o sile tej argumentacji[272]. Przywołany art. 7a p.p.o.p.w. 1997 został dodany do treści p.p.o.p.w. 1997 15 stycznia 2001 r. w związku z dostosowaniem przepisów krajowych do prawa UE[273]. Powyższy fakt pozwala

mentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4, Warszawa 2016, s. 72 i n.

[270] Uzupełniająco należy dodać, że w doktrynie kwestionowano samą konieczność odrębnej regulacji dotyczącej elektronicznej formy składania oświadczeń woli na gruncie p.p.o.p.w. 1997, w szczególności po zmianie przepisów k.c. w 2001 r. i wejściu w życie ustawy z dnia 18 września 2001 r. o podpisie elektronicznym (Dz. U. z 2013 r. Nr 130, poz. 262 ze zm.). M. Romanowski podkreślał, że przepis ten, po wejściu w życie ustawy o podpisie elektronicznym, można uznać za zbędny. Zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, s. 173.

[271] A. Jakubiec, *Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego: analiza cywilnoprawna*, Łódź 2014, s. 136.

[272] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 570.

[273] Art. 7a p.p.o.p.w. 1997 dodany przez art. 4 pkt 6 ustawy z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o postępowaniu egzekucyjnym w administracji, ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, ustawy o dopłatach do oprocentowania niektórych kredytów bankowych, usta-

M. Michalskiemu na stwierdzenie, iż dematerializacja, mimo że obowiązywała od wejścia w życie p.p.o.p.w. 1997, to F. Zoll opiera swoją koncepcję na przepisie wprowadzonym w drodze nowelizacji w późniejszym terminie[274]. Przyjęcie koncepcji F. Zolla przesądzałoby o fakcie, że w okresie pomiędzy wejściem w życie przepisów p.p.o.p.w. 1997 a ich nowelizacją, wprowadzającą do treści art. 7a, dematerializacja nie miała podstawy prawnej lub też, że dodając art. 7a, ustawodawca zmienił całkowicie koncepcję papieru wartościowego[275].

M. Michalski podnosi także argument, że F. Zoll, opierając się na treści art. 7a p.p.o.p.w. 1997, przyjmuje błędne założenie stanowiące, iż podstawą dematerializacji są przepisy normujące oświadczenia woli w formie elektronicznej[276]. Oświadczenia woli składane w formie elektronicznej mogą dotyczyć trzech modelowych sytuacji – relacji kontraktowych między podmiotem prowadzącym działalność maklerską a jego klientem (np. w ramach złożenia zlecenia), relacji pomiędzy tymi podmiotami oraz relacji pomiędzy podmiotami profesjonalnymi występującymi w obrocie a podmiotami organizatorskimi (np. KDPW)[277]. Niezależnie od tego, czy oświadczenie złożone jest w formie pisemnej, czy elektronicznej, forma złożenia oświadczenia nie może kolidować z przejawem uzewnętrznienia woli wywołania skutków prawnych[278].

wy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, ustawy – Ordynacja podatkowa, ustawy o finansach publicznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych – w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej (Dz. U. Nr 122, poz. 1315 ze zm.).

[274] M. Michalski podkreśla, że F. Zoll w pierwszej wersji swojej monografii wydanej w 2001 r., nie uwzględniając jeszcze przepisów nowelizacji p.p.o.p.w. 1997 – wprowadzającej art. 7a – formułował już ten sam pogląd odnośnie do zdematerializowanego papieru wartościowego, powołując się pomocniczo na ówczesny art. 7 Prawa bankowego. Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 570 za: F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001, s. 31.

[275] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 570.

[276] *Ibidem*, s. 570.

[277] *Ibidem*, s. 570.

[278] Zob. np. Z. Radwański, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2009, s. 228; J. Janowski, *Elektroniczny obrót prawny*, Warszawa 2008, s. 143 i n.; T. Szczurowski, *Wadliwość*

W myśl art. 7a p.p.o.p.w. 1997 wyrażenie oświadczenia woli powinno dotyczyć podmiotu zewnętrznego. Dematerializacja papieru wartościowego następuje natomiast w obrębie wewnętrznego systemu ewidencyjnego i w pełni należy podzielić pogląd, że taki zabieg pojęciowy powodowałby sytuację, gdy dany podmiot składałby oświadczenie woli wobec samego siebie[279]. Rola systemu ewidencyjnego ma zatem charakter czysto techniczny, a z perspektywy podmiotu prowadzącego właściwy rachunek papierów wartościowych nie będzie miało znaczenia, czy otrzymane zlecenie złożone zostało w kwalifikowanej formie elektronicznej, ponieważ nie będzie rodzić to konsekwencji dla samej czynności rejestracyjnej[280]. Powyższa argumentacja jest zdecydowanie przekonująca, tym bardziej że kontestacja poglądów F. Zolla doprowadza M. Michalskiego do wniosku świadczącego o technicznej naturze dematerializacji, czyli stanowiska powszechnie podzielanego w doktrynie[281].

Wśród innych przedstawicieli doktryny o zbliżonych poglądach do F. Zolla należy wymienić przede wszystkim M. Lemonnier, która – wspólnie z J. Ziętym i M. Mariańskim – twierdzi, że dematerializacja nie prowadzi do podważenia konstrukcji prawnej papieru wartościowego, lecz stanowi rozszerzenie pojmowania jego formy[282]. Stanowisko to pierwotnie zostało zaprezentowane przez autorkę w nawiązaniu do rozporządzenia Ministra

czynności prawnych spółek kapitałowych na tle sankcji kodeksu cywilnego, Warszawa 2012, s. 329.

[279] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 570.

[280] *Ibidem*, s. 570.

[281] Ponadto za godne uwagi należy uznać również spostrzeżenie A. Jakubca, wskazującego, że skoro koncepcja F. Zolla funkcjonuje, opierając się na łącznej interpretacji zarówno regulacji dotyczących zdematerializowanych papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, przepisów k.c. regulujących formę prawną, jak i ustawy o podpisie elektronicznym oraz biorąc pod uwagę założenie, że papiery wartościowe zdematerializowane są opatrzone podpisem elektronicznym, który powielany może być mechanicznie, to niniejsze nie przetrwa próby czasu, w sytuacji gdy w prawie polskim pojawią się zdematerializowane weksle. Weksel wymaga dla swej istoty podpisu własnoręcznego i w tej sytuacji stanowisko prezentowane przez F. Zolla nie będzie przydatne dla doktrynalnego uzasadnienia tej sytuacji. Zob. A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 137.

[282] M. Lemonnier, J. Zięty, M. Mariański, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego...*, s. 46–47.

Finansów z dnia 2 grudnia 2005 r. w sprawie postępowania z dokumentami związanymi z dokonywaniem niektórych czynności regulowanych u.o.i.f.[283] Rozporządzenie określa tworzenie, utrwalanie, przekazywanie, przechowywanie i zabezpieczanie na elektronicznym nośniku informacji, dokumentów związanych z dokonaniem czynności dotyczących obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi. Zdaniem M. Lemonnier wskazane rozporządzenie stanowi wyraz rozszerzenia pojęcia dokumentu na tzw. niematerialne nośniki[284]. W odniesieniu do powyższej tezy zdecydowanie należy podzielić głos krytyczny, twierdzący, że nawet gdyby powyższe stanowisko wynikało z przepisów zawartych w niniejszym rozporządzeniu, regulacja tej materii wymagałaby podstawy prawnej o randze ustawowej, a nie aktu wykonawczego określającego czynności techniczne[285]. Bardziej zachowawczy pogląd dotyczący tej problematyki głosi P. Machnikowski, który – jeszcze w odniesieniu do p.p.o.p.w. 1997 – podkreślał znaczenie stanowiska F. Zolla dla dalszej klasyfikacji papierów wartościowych, będących przedmiotem publicznego obrotu, oraz wyrażał w tym zakresie swoją aprobatę[286]. Obecnie M. Michalski twierdzi, że nawet gdyby zapis elektroniczny można było określić mianem dokumentu elektronicznego, z uwagi na liczne różnice względem dokumentu tradycyjnego, za zasadne uznać należy utworzenie oddzielnej kategorii w tym zakresie[287].

Zwolenniczką tezy o traktowaniu zdematerializowanego papieru wartościowego jako elektronicznego nośnika informacji, pozwalającego na identyfikację podmiotu uprawnionego i w konsekwencji na uznanie, że papier wartościowy zdematerializowany można jednoznacznie uznać za dokument w rozumieniu prawa cywilnego, jest A. Lichosik[288]. Według

[283] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 2 grudnia 2005 r. w sprawie postępowania z dokumentami związanymi z dokonywaniem niektórych czynności regulowanych ustawą o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 242, poz. 2041).

[284] M. Lemonnier*, Europejskie modele...*, s. 96.

[285] Wg A. Jakubca sytuacja ta oznaczałaby przekroczenie delegacji ustawowej i tym samym byłaby sprzeczna z Konstytucją RP. Zob. A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 138.

[286] P. Machnikowski, *Recenzja pracy F. Zolla...*, s. 86–88.

[287] P. Machnikowski, [w:] E. Gniewek (red), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2008, s. 1448.

[288] A. Lichosik, *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, [w:] J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka (red.), *Ewolucja...*, s. 275–289. Por. M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.),

autorki dotychczasowe wątpliwości odnośnie do rozumienia dokumentu na gruncie prawa cywilnego zostały rozwiane przez ustawodawcę poprzez nowelizację przepisów[289] i dodany art. 77^3 k.c., zgodnie z którym: „dokumentem jest nośnik informacji umożliwiający zapoznanie się z jej treścią". Pozwala to na interesujący asumpt odnoszący się do uzasadnienia projektu ustawy, na podstawie którego wprowadzenie ustawowej definicji dokumentu jednoznacznie zrywa z tradycyjnym rozumieniem tego pojęcia jako informacji utrwalonej wyłącznie w postaci pisma, dając jednocześnie wyraz szerokiemu ujęciu dokumentu[290]. Jeśli przyjmie się założenie, że konstytutywną cechą dokumentu jest jego intelektualna zawartość, czyli treść obejmująca oświadczenia, w tym oświadczenia woli, za zasadne można uznać, że treść ta musi być utrwalona w sposób pozwalający na jej odtworzenie. A. Lichosik podkreśla, w ślad za ustawodawcą, że definicja ta jest technologicznie ambiwalentna i – nie przesądzając o rodzaju nośnika – uwzględnia w tym także nowoczesne techniki zapisu[291]. Argumentacja ta niewątpliwie przemawia za teorią szerszego pojmowania dokumentu w świetle najnowszych poglądów, przede wszystkim ze względu na nowy sposób uzasadnienia, bazujący nie tylko na koncepcji teoretycznej, lecz na nowych przepisach. Koncepcja ta nie odnosi się jednak do określenia sposobu, w jaki k.c. byłby stosowany w tym przypadku i jakie niosłoby to ze sobą konsekwencje.

1.4.2. Koncepcja ingerencji dematerializacji w naturę papieru wartościowego

Drugą koncepcją, wyraźnie kontestującą koncepcję F. Zolla, jest stanowisko wyrażone przez M. Romanowskiego[292]. Podkreślić należy, że choć ar-

Kodeks spółek..., s. 133 i n.

[289] Ustawa z dnia 10 lipca 2015 r. o zmianie ustawy – Kodeks cywilny, ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1311 ze zm.).

[290] A. Lichosik, *Forma...*, s. 285.

[291] A. Lichosik podnosi argument, że może być dowolnie ujawniona (np. znak graficzny), utrwalona (np. papier lub plik) i może to nastąpić za pomocą dowolnych środków (np. komputer). Zob. *Ibidem*, s. 285.

[292] Stanowisko zbliżone, opierające się na poglądzie, że dematerializacja bazuje na zmianie formy nośnika, lecz nie modyfikuje istoty papieru wartościowego, prezentuje m.in.: M. Bączyk, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papie-*

gumentacja prezentowana przez M. Romanowskiego uległa rozwinięciu w obliczu krytyki tez wypracowanych przez F. Zolla, zbyt daleko idącym uproszczeniem byłoby stwierdzenie, że stanowisko to powstało w odpowiedzi na prace F. Zolla. M. Romanowski bowiem konsekwentnie rozwija i uzasadnia swój pogląd przedstawiony już wcześniej[293]. Punktem wyjścia dla koncepcji reprezentowanej przez M. Romanowskiego jest założenie, że dematerializacja ma istotny wpływ na koncepcję papieru wartościowego z uwagi na zmianę fundamentalnych zasad w obrocie[294]. Autor, przyrównując obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi do obiegu bezgotówkowego pieniądza, zwraca uwagę na fakt, że choć zapłata w formie materialnej (gotówką), jak i poprzez zapis na rachunku bankowym (przelewem elektronicznym) finalnie prowadzi do tego samego rezultatu, istnieje jednak znacząca różnica pomiędzy obiema konstrukcjami prawnymi do niego prowadzącymi. Przenosząc powyższą analogię na grunt papierów wartościowych, należy stwierdzić, że zapis na rachunku papierów wartościowych nie może być traktowany jako pojęcie równoznaczne z wydaniem

ry..., s. 43. W odniesieniu do poglądów M. Bączyka należy jednak poczynić zastrzeżenie do stwierdzenia autora, według którego zmiana nośnika nie ma wpływu na konstrukcję papieru wartościowego, ponadto czyni on również zastrzeżenie, że nie oznacza to braku możliwości utworzenia nowej kategorii pojęciowej „papierów wartościowych nowej generacji". Tym samym, z uwagi na pośrednie stanowisko M. Bączyka oraz na tezę o wyodrębnieniu nowej kategorii pojęciowej, M. Bączyk zakwalifikowany został na łamach niniejszej pracy do reprezentantów trzeciego stanowiska.

[293] M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych...*, s. 39. Należy zaznaczyć, że mimo rozbudowania argumentacji M. Romanowskiego na przestrzeni lat stanowisko to jest przedmiotem krytyki m.in. K. Zacharzewskiego, który określa M. Romanowskiego mianem przedstawiciela części doktryny, która „konsekwentnie trwa na reducie wcześniejszych poglądów", podejmując próby dalszej interpretacji wzajemnej zależności pomiędzy tradycyjnym rozumieniem papieru wartościowego w postaci materialnej a jego zdematerializowaną formą. Zob. K. Zacharzewski, *Głos w dyskusji...*, s. 36.

[294] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 120. Jednakże, w kontekście samego zdematerializowanego obrotu, M. Romanowski podkreśla również, że jeśli sam obrót był zdematerializowany, to w prawidłowo działającym systemie ewidencji papierów wartościowych nie będzie relewantne, czy przedmiotem obrotu są papiery wartościowe w formie materialnej czy elektronicznej. Tak jak wskazano wcześniej, dematerializacja obrotu nie musi prowadzić do dematerializacji papieru wartościowego. Zob. M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych...*, s. 46.

papieru wartościowego w postaci dokumentu materialnego – z uwagi na fakt, że przeniesienie praw w myśl art. 7 ust. 2 u.o.i.f. wymaga szeregu dodatkowych czynności o charakterze ewidencyjnym i rozliczeniowym, przeprowadzonych odpowiednio przez KDPW oraz odpowiednie podmioty[295]. M. Romanowski, w przeciwieństwie do F. Zolla, traktuje dokument jako pojęcie węższe i nie uznaje, aby zapis elektroniczny mieścił się w jego zakresie. Autor, wyznaczając granicę pomiędzy pojęciem zdematerializowanego papieru wartościowego *sensu stricto* – występującego pod postacią zapisu komputerowego a papierem wartościowym – pod postacią dokumentu elektronicznego z podpisem elektronicznym, wskazuje na fakt, że komputerowe zapisy w rozumieniu dematerializacji systemowej, jak i autonomicznej nie są oświadczeniem woli wystawcy, i tym samym nie posiadają kwalifikowanego podpisu elektronicznego[296]. Rodzi to bezpośrednią konsekwencję dla dokumentu elektronicznego opatrzonego podpisem elektronicznym w postaci braku konieczności posiadania zorganizowanego i scentralizowanego systemu komputerowej ewidencji zdematerializowanych papierów wartościowych, co stanowi charakterystyczną cechę obrotu papierami zdematerializowanymi[297].

M. Romanowski podkreśla, że zerwanie więzi pomiędzy prawem majątkowym a nośnikiem, w którym to prawo było inkorporowane, powoduje,

[295] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18*..., s. 120. Warto nadmienić, że z dodatkowymi czynnościami zwolennicy konsensualnego charakteru umowy przenoszącej prawa z papierów wartościowych wiązali szereg zagrożeń sygnalizowanych wcześniej.

[296] *Ibidem*, s. 118.

[297] Za skutek niniejszego można uznać instytucję świadectwa depozytowego, wymaganą do realizacji praw ze zdematerializowanego papieru wartościowego i spełnienia funkcji legitymacyjnej. Warunek ten nie jest konieczny w odniesieniu do elektronicznego papieru wartościowego. Zob. M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18*..., s. 118. Por. J. Janowski, *Podpis elektroniczny w obrocie prawnym*, Warszawa 2007, s. 272 i n. Autor poddaje ocenie wzajemne relacje pomiędzy podpisem elektronicznym a dematerializacją papierów wartościowych i wychodzi z założenia, że skoro skutki prawne dokumentów opatrzonych podpisem własnoręcznym są zrównane z sytuacją, gdy są opatrzone kwalifikowanym podpisem elektronicznym, pozwala to na dematerializację papierów wartościowych. M. Romanowski jednocześnie postuluje wyodrębnienie elektronicznych papierów wartościowych jako ich nowej postaci.

że dematerializacja wywiera znaczący wpływ na klasyczną teorię papierów wartościowych, lecz sam zdematerializowany papier wartościowy w ocenie autora nie podważa sensu jego istnienia jako papieru wartościowego, jak również stosowania wobec tego papieru przepisów k.c.[298] Istotą dematerializacji w takim rozumieniu jest przede wszystkim zmiana formy papieru wartościowego i ta kwestia wymaga dalszej analizy[299].

W celu dokonania oceny formy danego papieru wartościowego M. Romanowski podejmuje udaną próbę nakreślenia relacji pomiędzy zdematerializowaną a cywilistyczną postacią papieru wartościowego. Wskazana kwestia, problematyczna już na gruncie p.p.o.p.w. 1997, wciąż pozostaje aktualna na kanwie przepisów u.o.i.f.[300] Autor, przedstawiając swoją koncepcję, proponuje określenie czterech cech konstytutywnych klasycznego papieru wartościowego[301]:

(i) związanie papieru wartościowego z prawem majątkowym;
(ii) występowanie szczególnej zależności pomiędzy papierem wartościowym a wyrażonym w nim prawem;
(iii) uzależnienie wykonania prawa majątkowego od posiadania dokumentu, co oznacza funkcję legitymacyjną papieru wartościowego;
(iv) zbywalny charakter papieru wartościowego, co rozumieć należy zarówno pod kątem powiązania dokumentu ze zbywalnym prawem majątkowym, jak również z faktem, że posiadanie dokumentu stanowi niezbędną przesłankę wyrażonego w nim prawa.

Powyższe cztery cechy M. Romanowski zestawia z pojęciem dematerializacji, co pozwala na poczynienie następujących wniosków. Cecha pierwsza, łącząca papier wartościowy z prawem majątkowym, zostanie niewątpliwie zachowana, gdyż nie podlega dyskusji, iż zdematerializowany papier wartościowy dotyczy prawa majątkowego. W ocenie M. Romanowskiego zarówno druga, jak i trzecia cecha również znajdują zastosowanie do

[298] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18*..., s. 121.
[299] Pogląd M. Romanowskiego podzielają również M. Wierzbowski, P. Wajda oraz K. Zaradkiewicz. Por. M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku*..., s. 477.
[300] A. Jakubiec, *Opcja*..., s. 141.
[301] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18*..., s. 121–122.

zdematerializowanych papierów wartościowych, występujących w postaci dokumentów elektronicznych opatrzonych podpisem elektronicznym – wynika to z faktu, że dokument elektroniczny opatrzony podpisem elektronicznym pełni w obrocie cywilnoprawnym funkcję równoważną do dokumentu występującego w postaci zdematerializowanej[302]. Cecha czwarta, określająca zbywalność papieru wartościowego, w ocenie autora jest także dopuszczalna w odniesieniu do zdematerializowanego papieru wartościowego ze względu na to, że zdematerializowany papier wartościowy swój zbywalny aspekt wyraża w istnieniu właściwego rachunku papierów wartościowych, na którym zarejestrowane są dane papiery wartościowe[303].

Łączna analiza czterech konstytutywnych cech papieru wartościowego, w odniesieniu do jego zdematerializowanej formy, pozwala M. Romanowskiemu na sformułowanie założenia stanowiącego, że zdematerializowany papier wartościowy od strony konstrukcyjnej pozostaje papierem wartościowym, lecz zmianie ulega forma jego nośnika, z materialnej na elektroniczną.

Dla ostatecznego potwierdzenia swojej supozycji M. Romanowski proponuje tzw. test zamienności postaci (formy) papieru wartościowego, polegający na określeniu, czy dany instrument finansowy występujący w formie zdematerializowanej w przypadku materializacji bądź rematerializacji uzyskałby status papieru wartościowego materialnego (klasycznego)[304]. Pozytywny wynik oznacza, że dany instrument finansowy można zakwalifikować jako papier wartościowy. W rzeczywistości bardzo łatwo to stwierdzić, np. w odniesieniu do akcji, szczególnie w stanie prawnym sprzed wejścia w życie przepisów nowelizacji k.s.h. Testu tego nie „zdają" natomiast ani prawa pochodne, które z punktu widzenia prawa cywilnego są umowami, ani wierzytelności, takie jak np. prawa poboru[305].

[302] *Ibidem*, s. 121–122. Dodatkowo M. Michalski podkreśla, że w tym zakresie zarówno M. Romanowski, jak i F. Zoll są zgodni. Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 571.

[303] M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 122.

[304] *Ibidem*, s. 123.

[305] A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 141.

1.4.3. Koncepcja szczególnego reżimu zdematerializowanych papierów wartościowych

Doktrynalnie dwa przeciwstawne stanowiska świadczące odpowiednio o tym, że zdematerializowany papier wartościowy po pierwsze, nie stanowi ingerencji w jurydyczną naturę papieru wartościowego, a po drugie, poprzez zerwanie związku pomiędzy prawem majątkowym a nośnikiem w istotny sposób zmienia podejście do klasycznej teorii papierów wartościowych, należy uzupełnić o trzecie – najbardziej radykalne stanowisko.

Koncepcja szczególnego reżimu prawnego zdematerializowanych papierów wartościowych opiera się na tezie, że zdematerializowane papiery wartościowe objęte są odmiennym, właściwym tylko dla tego pojęcia, reżimem prawnym, i z tej przyczyny przepisy prawa cywilnego mogą nie mieć względem nich zastosowania[306]. Według M. Bączyka można mówić o postulacie wprowadzenia: „papierów wartościowych nowej generacji", które stanowiłyby przeciwwagę dla ich klasycznej postaci[307]. Pomiędzy zwolennikami szczególnego reżimu zdematerializowanych papierów wartościowych zachodzą jednak pewne różnice interpretacyjne. M. Bączyk podkreśla, że regulacje zawarte w k.c. nie uwzględniają w sposób właściwy zjawiska dematerializacji, co rodzi konsekwencje w postaci niemożności

[306] Tak m.in. M. Michalski, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 681; M. Bączyk, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 46 oraz tenże, [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo...*, s. 10 i n.; R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...,* s. 28 i n.; K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 150; K. Zawada, [w:] K. Pietrzykowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II*, Warszawa 2003, s. 962. Dodatkowo K. Zacharzewski, przywołując stanowisko Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego odnośnie do dematerializacji w świetle projektu nowego k.c., podkreśla, że obecne przepisy k.c. nie odnoszą się w żaden sposób do zdematerializowanego papieru wartościowego. Ponadto przepisy te nie uwzględniają również faktu, że większość papierów wartościowych ma postać zdematerializowaną i nie operują pojęciem instrumentu finansowego. Autor dodatkowo zwraca uwagę na fakt, że regulacja k.c. w zakresie przenoszenia papierów wartościowych nie odnosi się w swym brzmieniu do poszczególnych rodzajów papierów wartościowych. Zob. K. Zacharzewski, *Regulacja dematerializacji...*, s. 31.

[307] M. Bączyk, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 43.

wykonywania z nich uprawnień na podstawie art. 921^7 k.c.[308] R. Czerniawski akcentuje *stricte* symboliczny charakter pojęcia papierów wartościowych w odniesieniu do przedmiotu publicznego obrotu[309]. Cechy świadczące o szczególnym reżimie dematerializacyjnym podkreśla również T. Sójka, wskazując na kluczową w tym zakresie rolę wpisu na rachunek[310]. J. Jastrzębski stwierdza, że z uwagi na odmienny, autonomiczny mechanizm identyfikacji uprawnionego oraz związany z tym system przenoszenia praw – zdematerializowane papiery wartościowe należy traktować jako odrębną kategorię pod względem pojęciowym i określać mianem „papierów wartościowych rejestrowych"[311].

Trafnie podsumowuje stanowisko przedstawicieli tej teorii M. Michalski, wskazując, że reżim dematerializacyjny w fundamentalny sposób zmienia konstrukcję prawną papieru zdematerializowanego i od momentu dematerializacji papieru wartościowego zaczyna on podlegać specjalnym regułom rozpoznawania, utrwalania, przechowywania, a także rozporządzania tym prawem, jak i jego wygasania[312].

Jako uzupełnienie powyższego szerszej analizie należy poddać poglądy K. Zacharzewskiego. Autor ten z jednej strony wydaje się początkowo być zwolennikiem koncepcji szczególnego reżimu zdematerializowanych papierów wartościowych, wychodząc z założenia, że: „tradycyjne teorie papierów wartościowych nie są już w stanie wytłumaczyć istoty prawnej

[308] *Ibidem*, s. 46 oraz tenże, [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo...*, s. 10 i n. K. Zawada idzie o krok dalej i wprost stwierdza, że pojęcie papieru wartościowego w p.p.o.p.w. 1997 ma całkowicie inne znaczenie niż w k.c. ze względu na brak ucieleśnienia praw w dokumencie i dlatego też przepisy k.c. nie powinny mieć zastosowania do papierów wartościowych w innej formie niż dokumentu. Por. K. Zawada, [w:] *Kodeks cywilny...*, s. 674.

[309] R. Czerniawski twierdzi, że przedmiotem obrotu są prawa majątkowe, a nie papiery wartościowe, stąd pojęcie „papieru wartościowego" w tym kontekście „może mieć charakter mylący". Zob. R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...,* s. 28. W tym tonie wypowiada się również A. Jakubiec, stwierdzając, że konstrukcje prawne, które u.o.i.f. nazywa papierami wartościowymi, nie są papierami wartościowymi w rozumieniu prawa cywilnego. Por. A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 147.

[310] T. Sójka, *Wpis na rachunek...*, s. 112.

[311] J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 386 i n.

[312] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 571.

waloru zdematerializowanego oraz reguł jego funkcjonowania w obrocie prawnym (kreacji, cyrkulacji i egzekucji świadczenia)"[313]. Pogląd wyrażony przez K. Zacharzewskiego zdaje się podzielać w tym aspekcie A. Chłopecki, który twierdzi, że klasyczne teorie papierów wartościowych odnoszą się do formy dokumentowej i opisują stany faktyczne, takie jak zgubienie lub zniszczenie dokumentu. Zabieg przenoszenia powyższych teorii, dotyczących przytoczonych przykładów, na grunt problemów informatyczno-księgowych może być w ocenie autora określany mianem zajęcia „intelektualnie jałowego"[314]. Powyższe K. Zacharzewski uzupełnia twierdzeniem: „przepisy kodeksu cywilnego o papierach wartościowych nie znajdują zastosowania w zakresie zdematerializowanych papierów wartościowych [...], nie ma więc podstaw do poszukiwania punktów stycznych występujących – ewentualnie – pomiędzy papierami wartościowymi dokumentowymi oraz papierami wartościowymi zdematerializowanymi"[315].

Powyższe tezy wskazywałyby o przynależności doktrynalnej K. Zacharzewskiego do kręgu przedstawicieli koncepcji szczególnego reżimu zdematerializowanych papierów wartościowych. Świadczy o tym nie tylko założenie o braku możliwości wyjaśnienia zjawiska dematerializacji klasyczną teorią papierów wartościowych, lecz także to, że dokumentowe papiery wartościowe oraz zdematerializowane papiery wartościowe są wg K. Zacharzewskiego kategoriami nieporównywalnymi pod względem konstrukcyjnym, co stanowi o braku zakresowego przecięcia obu tych terminów[316].

Z drugiej strony K. Zacharzewski, postawiony dwukrotnie przed pytaniem o propozycje *de lege ferenda* w zakresie dematerializacji, konsekwentnie odpowiada, że *status quo* obowiązujących uregulowań jest obecnie wystarczający i że koncepcja zmian legislacyjnych istniejącego porządku:

[313] Należy jednak podkreślić, że stanowisko K. Zacharzewskiego również dotyczy elementarnej siatki pojęciowej terminologii stosowanej w literaturze przedmiotu. Autor konsekwentnie postuluje posługiwanie się pojęciem waloru giełdowego jako bardziej adekwatnym w tym zakresie niż papier wartościowy, a tym bardziej zdematerializowany papier wartościowy. Zob. K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 150.

[314] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 881.

[315] Zob. K. Zacharzewski, *Głos w dyskusji...*, s. 39.

[316] *Ibidem*, s. 41.

„sprowadzałaby się wręcz do wyważania otwartych drzwi”[317]. Jest to założenie zrozumiałe, skoro autor twierdzi, iż: „wiele wskazuje na to, że podstawowe – a nawet, śmiało można zaryzykować, wszystkie – uwarunkowania konstrukcyjne stosunku dematerializacji (każdego znanego przejawu związania praw podmiotowych z wpisem na rachunek) albo zdematerializowanych papierów wartościowych (zwłaszcza obrotu zorganizowanego na podstawie unormowań prawa publicznego) znajdują swoje wyjaśnienie na gruncie aktualnie obowiązujących unormowań powszechnego prawa cywilnego”[318].

Przytoczone tezy pozwalają na sformułowanie wniosku, że przepisów k.c., w ocenie K. Zacharzewskiego, nie można stosować bezpośrednio wobec zdematerializowanych papierów wartościowych, a jednak zjawisko to można w pełni wytłumaczyć na gruncie prawa cywilnego *de lege lata*. Konieczne wydaje się doprecyzowanie sposobu, w jaki byłoby to dokonywane. Cytowany autor podkreśla jednak, że przepisy k.c. o papierach wartościowych mają ograniczone zastosowanie z uwagi na regulacje *lex specialis* odnoszące się do poszczególnych typów papierów wartościowych. Dodatkowo zmiany w prawie, w tym szczególnie nowelizacja k.s.h., uszczuplą podmiotowy zakres stosowania tych przepisów[319].

1.4.4. Podsumowanie

Należy oczywiście zaznaczyć, że trzy koncepcje, omówione w tej części książki, w sposób odmienny odnoszą się do zjawiska dematerializacji w świetle klasycznego ujęcia papieru wartościowego. Oś sporu doktrynalnego pomiędzy F. Zollem a M. Romanowskim biegnie nie tylko wzdłuż wytyczenia granicy pojęciowej dokumentu, lecz również istnieje na linii papierów wartościowych funkcjonujących w obiegu prywatnym, jak i publicznym. Obszerny wywód doktrynalny F. Zolla i płynące z niego odważne tezy odnoszą się jednak przede wszystkim do papierów wartościowych prywatnych, czyli takich, które nie funkcjonują w masowym obrocie[320]. Mimo

[317] K. Zacharzewski, *Głos w dyskusji...*, s. 39 oraz tenże, *Regulacja dematerializacji...*, s. 52.
[318] K. Zacharzewski, *Głos w dyskusji...*, s. 41.
[319] K. Zacharzewski, *Dematerializacja akcji prywatnej...*, s. 311.
[320] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 881.

odmiennej argumentacji i stanowisk zarówno F. Zoll, jak i M. Romanowski zdają się uznawać pojęcie „pomostu konstrukcyjnego" pomiędzy papierem wartościowym w rozumieniu prawa cywilnego a jego zdematerializowaną formą na rynku zorganizowanym[321]. W tym zakresie warto podkreślić, że również nie wszyscy przedstawiciele trzeciej koncepcji, stanowiącej o całkowicie odmiennym reżimie odnoszącym się do zdematerializowanych papierów wartościowych, zdają się wprost odrzucać przepisy k.c., regulujące kwestie związane ze zdematerializowanym papierem wartościowym. Można tym samym stwierdzić, że znaczne różnice pomiędzy przedstawicielami doktryny, wraz z obszerną i przekonującą obroną poszczególnych stanowisk, mogłyby skutkować bardziej wyrazistymi wnioskami *de lege lata*, jak i *de lege ferenda*[322]. Jednakże wnioski te ograniczają się w dużej mierze do ewentualnej możliwości stosowania przepisów k.c. wobec zdematerializowanych papierów wartościowych bez określenia zarówno sposobu, w jaki byłoby to dokonane, jak i skutków wynikających z takiego zabiegu[323], choć

[321] A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 143.

[322] W zakresie koncepcji Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego zob. K. Zacharzewski, *Regulacja dematerializacji...*, s. 31–54. W ramach prac Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego przygotowano założenia dwóch projektów z 2015 r. oraz 2009 r. M. Mazgaj podkreśla, że zasadnicza różnica pomiędzy projektem z 2015 r. a regulacją przygotowaną w 2009 r. polegała na tym, że projekt z 2015 r. przewidywał obligatoryjną dematerializację wszystkich akcji na okaziciela, zaś fakultatywna byłaby jedynie dematerializacja akcji imiennych poza zakresem normowania art. 5 ust. 1 u.o.i.f. Zakładano m.in. wprowadzenie 24-miesięcznego okresu przejściowego na zdematerializowanie przez wszystkie spółki akcyjne ich akcji na okaziciela, zaś wykonanie tego obowiązku byłoby zabezpieczone sankcjami w postaci grzywny oraz czasowego zakazu pobierania dywidendy. Prace nad tym projektem również zostały wstrzymane z uwagi na to, że projekt był przygotowywany w obrębie prac Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego, która została rozwiązana przez Ministra Sprawiedliwości w 2015 r. Szerzej: M. Mazgaj, *Dematerializacja akcji w spółkach niepublicznych – przyszłe perspektywy*, [w:] J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka (red.), *Ewolucja...*, s. 328.

[323] Tak: A. Jakubiec, który podważa sens analizy wzajemnej relacji pomiędzy zdematerializowanym papierem wartościowym a jego tradycyjną formą regulowaną przez prawo prywatne ze względu na niewystarczająco relewantne wnioski płynące z tego zabiegu. Niezależnie od znalezienia wspólnej płaszczyzny pojęciowej w ocenie autora nie jest jasne, czemu taki wniosek mógłby służyć i jaki byłby jego cel. Autor postrzega prawo rynku kapitałowego jako wystarczający reżim regulacji powstania i obiegu poszczególnych typów zdematerializowanych papierów wartościowych, takich jak np. akcje. A. Jakubiec, *Opcja...*,

m.in. T. Sójka[324] oraz K. Zacharzewski[325] prezentują w tym zakresie konkretne propozycje.

M. Wierzbowski, P. Wajda oraz K. Zaradkiewicz słusznie podkreślają, że kwestia stosowania przepisów k.c. rodzi szereg wątpliwości i pozostaje sporna, aczkolwiek w świetle przepisów u.o.i.f. ma niewielkie znaczenie praktyczne[326].

1.5. Wnioski

Kompleksowa analiza istoty dematerializacji, ze szczególnym uwzględnieniem akcji, pozwala na sformułowanie następujących wniosków.

Przede wszystkim należy poczynić założenie, że problematyka dematerializacji papieru wartościowego jest zjawiskiem historycznie związanym z ewolucją obrotu i jej współczesne ramy regulacyjne wynikają ze zderzenia dwóch odmiennych modeli o charakterze historycznym – systemu germańskiego oraz systemu romańskiego. System niemiecki wykształcił się w sposób

s. 143–146.

[324] T. Sójka nakreśla, że teoretycznie art. 7 ust. 1 u.o.i.f. byłby zbędny, gdyby obrót zdematerializowanymi papierami wartościowymi miał odbywać się na zasadach właściwych dla przelewu praw i art. 509 i n. k.c. Autor prezentuje również tezę o ochronie nabywcy zdematerializowanego papieru wartościowego na zasadach określonych w art. 169 k.c., regulujących nabycie ruchomości od nieuprawnionego przy zastrzeżeniu, że nie oznacza to stosowania innych regulacji prawa rzeczowego do zdematerializowanych papierów wartościowych. T. Sójka, *Wpis na rachunek...*, s. 112 i n. Na gruncie poprzedniego stanu prawnego i przepisów p.p.o.p.w. 1997 T. Sójka prezentował silną argumentację stanowiącą o prymacie doktryny prawa cywilnego w odniesieniu do zdematerializowanego papieru wartościowego, także podejmując problematykę dokumentu elektronicznego. Szerzej: T. Sójka, *Umorzenie akcji*, Kraków 2004, s. 43–46.

[325] Jako przykład, według słów K. Zacharzewskiego, „zakotwiczenia" zdematerializowanych papierów wartościowych w systemie prawa cywilnego można wskazać propozycję uzupełnienia regulacji k.c. o przepisy regulujące tryb przenoszenia papierów wartościowych w systemie *book-entry*, co jest bezpośrednim skutkiem istotnej roli zdematerializowanych papierów wartościowych w obrocie. Zob. K. Zacharzewski, *Regulacja dematerializacji...*, s. 31 oraz por. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 403 i n.

[326] M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 478.

naturalny i miał służyć usprawnieniu obrotu, podczas gdy system francuski został wprowadzony odgórnie i cel ustawodawcy miał charakter fiskalny.

Polski ustawodawca, stojąc po 1989 r. przed wyzwaniem reaktywacji prawa handlowego i wprowadzenia współczesnych reguł obrotu giełdowego, korzystał w świadomy sposób z wymienionych zagranicznych wzorców. Miało to bezpośrednie przełożenie na wprowadzenie w p.p.o.p.w. 1991 reguł systemu dematerializacji obrotu opartej na immobilizacji papieru wartościowego oraz odpowiednio dematerializacji *sensu stricto* w p.p.o.p.w. 1997. Model dematerializacji zaproponowany w p.p.o.p.w. 1997 został przeniesiony również na treść przepisów u.o.i.f. i funkcjonuje współcześnie – pomimo licznych nowelizacji przeprowadzonych w tym okresie. Można stwierdzić, że z perspektywy czasu wprowadzenie wpierw dematerializacji obrotu należy uznać za właściwy i konieczny krok we wdrażaniu dematerializacji *sensu stricto* w latach późniejszych[327]. Obecnie dematerializację papierów wartościowych, w tym w szczególności akcji, można określić mianem zjawiska o charakterze powszechnym[328].

Z perspektywy inwestora występuje fundamentalna różnica pomiędzy obrotem papierem wartościowym materialnym a zdematerializowanym. Znaczna liczba zalet dematerializacji przeważa nad wadami tego rozwiązania. Wydaje się jednak, że dla inwestora giełdowego zmiana systemu depozytowo-transakcyjnego z rozwiązania opartego na unieruchomieniu nośnika na system pełnej dematerializacji akcji może pozostać niezauważona. Niekwestionowanym faktem jest przecież jednostronna zależność świadcząca o tym, że dematerializacja *sensu stricto* nie może istnieć bez dematerializacji obrotu. Zmiana ta nie jest jednak ambiwalentna prawnie i niesie ze sobą szereg konsekwencji, szczególnie w odniesieniu do „kulis" transakcyjnych. Dematerializacja nie ma bowiem charakteru wyłącznie czynności technicznej i w przeciwieństwie do dematerializacji obrotu stanowi niewątpliwie ingerencję w klasyczną naturę jurydyczną papieru wartościowego.

[327] M. Michalski twierdzi, że z dzisiejszej perspektywy dematerializacja obrotu może być uznana za stan przejściowy pomiędzy tradycyjną konstrukcją papieru wartościowego a całkowitym odejściem od jego materialnego surogatu. Zob. M. Michalski, *Spółki publiczne...*, s. 81.

[328] Zob. M. Michalski, *Powszechna dematerializacja akcji...*, s. 10.

Konsekwencje prawne związane ze zjawiskiem dematerializacji były silnie akcentowane przez doktrynę i stanowiły źródło, a niekiedy nawet tło, licznych sporów doktrynalnych. Przedmiotem dyskusji było nie tylko zagadnienie zdematerializowanego papieru wartościowego, ale również proces dematerializacji papieru wartościowego w postaci dokumentu, polegający na zastąpieniu jego nośnika. Zmiana nośnika niosła ze sobą również wątpliwości dotyczące legitymacji formalnej związanej ze zdematerializowaną formą papieru wartościowego oraz jego charakteru. Rozważania te dotyczyły także momentu kreacji i zaistnienia praw ze zdematerializowanego papieru wartościowego, jak i jego obiegu w obrocie, umowy sprzedaży oraz charakteru tej (quasi-) realnej bądź konsensualnej czynności.

Jednak z przeglądu literatury tematu wynika, że zagadnienie dematerializacji zostało poddane kompleksowej analizie stosunkowo późno[329]. Schyłek obowiązywania przepisów p.p.o.p.w. 1991, wejście w życie p.p.o.p.w. 1997, następnie u.o.i.f., można umownie określić mianem najbardziej wartościowego okresu pod względem doktrynalnym. W dekadzie tej, charakteryzującej się zmianami zarówno prezentowanych koncepcji, jak i samych aktów źródłowych, miały miejsce wzmożone dyskusje wśród przedstawicieli licznych stanowisk w doktrynie, prezentujących często odmienne poglądy. Wzajemne repliki i spory doktrynalne niewątpliwie sprzyjały rozwojowi pojęciowemu tej tematyki. Wydaje się jednak, że po tym okresie, obfitującym w bardzo interesujące spostrzeżenia, zagadnienie dematerializacji znów znalazło się niejako na uboczu głównego nurtu doktrynalnego i w kolejnych latach było przedmiotem nielicznych, aczkolwiek wartościowych prac. Fakt ten niewątpliwie wynika ze względnej niezmienności

[329] Zwraca na to uwagę A. Chłopecki, który w 1995 r., odnosząc się do obrotu papierami wartościowymi na rynku kapitałowym, podkreślał swoje zaskoczenie faktem, że zagadnienia dotyczące dematerializacji obrotu, jak i dematerializacji papieru wartościowego są właściwie pominięte w literaturze przedmiotu, zwłaszcza w pracach o fundamentalnym charakterze. Autor wskazuje natomiast na glosy M. Gajka oraz J. Mojaka jako jedne z nielicznych prób analizy tej tematyki. Spostrzeżenie A. Chłopeckiego potwierdza M. Romanowski, przyznając ówczesnemu dwuczęściowemu artykułowi A. Chłopeckiego miano jednej z pierwszych analiz tej tematyki w polskiej doktrynie. Zob. A. Chłopecki, *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym(I)...,* s. 12 oraz M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18*..., s. 115.

przepisów u.o.i.f. regulujących dematerializację, lecz przede wszystkim jest dowodem na trafność ówczesnych argumentów i ich ponadczasowość. Mimo znacznej ewolucji obrotu liczne postulaty i spostrzeżenia głoszone ponad dwadzieścia lat temu wciąż pozostają nad wyraz aktualne. Można je śmiało, oczywiście w odpowiedni sposób, swobodnie przenosić na grunt obowiązującego prawa. Kolejny impuls do ponownych prób analiz zjawiska dematerializacji stanowiły projekty nowelizacji k.c., nowelizacja rynku finansowego oraz przede wszystkim nowelizacja k.s.h. Zakres zmian zawartych głównie w nowelizacji k.s.h. jest niezwykle szeroki – obligatoryjna dematerializacja będzie dotyczyła wszystkich **spółek akcyjnych publicznych oraz niepublicznych** [podkr. własne – M.T.], komandytowo-akcyjnych, spółek europejskich z siedzibą na terenie RP. Ponadto na mocy odrębnych przepisów wprowadzony zostanie także nowy typ spółki kapitałowej, jakim jest prosta spółka akcyjna. Dematerializacja nie będzie powiązana zatem z rodzajem akcji ani ich uprzywilejowaniem – zatarta zostanie również różnica pomiędzy akcjami imiennymi oraz na okaziciela. Zdematerializowane zostaną także m.in. prawa poboru, warranty subskrypcyjne i inne tytuły uczestnictwa w spółce.

Wobec przyszłych zmian legislacyjnych należy również poczynić uwagę, że od 1 marca 2021 r. w obrocie prawnym funkcjonować będą wyłącznie akcje zdematerializowane – zarówno w przypadku akcji spółki akcyjnej, jak i od 1 lipca 2021 r. prostej spółki akcyjnej. W przypadku akcji S.A. będą istniały dwie podstawy dematerializacyjne – autonomiczna, oparta na znowelizowanych przepisach k.s.h., jak i systemowa, bazująca – tak jak uprzednio – na u.o.i.f. Będą istniały również dwa odmienne reżimy w zakresie rejestracji praw z akcji – reżim rejestrowy, oparty na przepisach k.s.h. i rejestrze akcjonariuszy, oraz reżim depozytowy w rozumieniu u.o.i.f., oparty na depozycie papierów wartościowych[330].

Reasumując, należy stwierdzić, że zdematerializowany papier wartościowy wciąż pozostaje papierem wartościowym, dostosowanym jednak do współczesnych warunków obrotu. Zmiana nośnika ma mimo wszystko niewątpliwie wpływ na klasyczną teorię prawa papierów wartościowych i doktrynalne ujęcie tego zjawiska. Fakt utraty klasycznej, materialnej

[330] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 170.

formy dokumentu wywołał w doktrynie uzasadnione poruszenie, gdyż zrywał z immanentną cechą papieru wartościowego, będącą przecież konstytutywną podstawą utworzenia jego nazwy własnej. Jednak z perspektywy czasu zdematerializowanego papieru wartościowego nie należy oceniać jako wybrakowanego względem swej postaci klasycznej. Ewolucja obrotu zdaje się potwierdzać stanowisko, że dematerializacja papierów wartościowych w Polsce, mimo licznych początkowych wątpliwości, z perspektywy czasu stała się wręcz niebudzącą kontrowersji instytucją o przewidywalnym charakterze[331], a system obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi funkcjonuje, co do zasady, właściwie i nie jest źródłem złożonych sporów prawnych[332]. Dematerializacja zdaje się doskonale odgrywać swoją rolę w określonej płaszczyźnie obrotu. Nie powinna być jednak traktowana jako kryterium definicyjne spółki publicznej ani wprowadzana obligatoryjnie do porządku prawnego regulującego spółki niepubliczne[333].

[331] Tak: K. Zacharzewski, *Regulacja dematerializacji...*, s. 52.

[332] Tak: T. Sójka, *Wpis na rachunek...*, s. 109.

[333] Słusznie w tym aspekcie zauważa A. Chłopecki, podkreślając, że możliwość dematerializacji jest zjawiskiem pozytywnym, natomiast obligatoryjność tego rozwiązania może mieć negatywne następstwa, m.in. poprzez generowanie dodatkowych kosztów, co będzie skutkowało zmniejszeniem popularności spółki akcyjnej w obrocie gospodarczym. Zob. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 175.

II. RYNEK REGULOWANY JAKO DOMICYL SPÓŁKI PUBLICZNEJ

2.1. Wprowadzenie

Pojęcie rynku kapitałowego jest nieodłącznie związane z jego rolą w obrębie systemu finansowego. Ten ostatni można określić jako mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi – w skład którego wchodzą instrumenty finansowe, rynki finansowe, instytucje finansowe oraz system norm o charakterze regulacyjnym, określający sposób ich funkcjonowania[1].

Cechą charakterystyczną systemu finansowego jest logiczne, jak też celowe uporządkowanie jego części składowych[2]. Harmonizacja, zarówno pod względem logicznym, jak i celowym, pozwala na przyjęcie założenia o istnieniu pewnych norm regulacyjnych, ukierunkowanych na uporządkowanie części składowych systemu, jak i określenie występujących pomiędzy nimi zależności[3]. Niezbędne w tym aspekcie jest zbiorcze ujęcie elementów

[1] Tak: P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 27 oraz J. Czekaj, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki, instrumenty, instytucje finansowe*, Warszawa 2008, s. 3.

[2] W. Wójtowicz, [w:] W. Wójtowicz (red.), *Zarys finansów publicznych i prawa finansowego*, Warszawa 2011, s. 17.

[3] P. Wajda, na podstawie analizy piśmiennictwa ekonomicznego, w odniesieniu do systemów finansowych wyodrębnił podział oparty na kryterium źródła pozyskiwania przez przedsiębiorców kapitałów finansowych. Pozwala to na rozróżnienie dwóch kategorii. Pierwsza kategoria bazuje na pozyskiwaniu przez przedsiębiorców kapitału poprzez instytucję kredytu bankowego. System ten można określić mianem systemu finansowego zorientowanego bankowo (system kontynentalny, reński, niemiecko-japoński). Druga kategoria to systemy finansowe oparte na pozyskiwaniu przez przedsiębiorców kapitału za pomocą instrumentów rynku kapitałowego (system rynkowy, giełdowy, anglosaski). RP klasyfikowana jest jako kraj o bankowym systemie finansowym. Wynika to z udziału banków w aktywach systemu finansowego w Polsce i zjawisko to jest również charak-

tworzących system finansowy i operowanie terminami odnoszącymi się do systemu finansowego w dwóch podstawowych znaczeniach. Geneza pierwszego znaczenia wywodzi się z nauk ekonomicznych i określa relację pomiędzy podmiotami finansującymi oraz finansowanymi, drugie znaczenie odnosi się do normatywnego porządku określającego charakter prawny tych relacji[4].

System finansowy w znaczeniu prawnym należy rozumieć jako ogół norm prawnych określających zasady gromadzenia i rozdzielania środków pieniężnych, które to normy prawne regulują również organizację organów państwowych i instytucji mających za zadanie gromadzenie zasobów pieniężnych[5]. Ten sposób dekonstrukcji pojęciowej systemu finansowego umożliwi doprecyzowanie płaszczyzny obrotu charakterystycznej dla zdematerializowanych akcji spółki publicznej.

2.2. Pojęcie rynku kapitałowego

2.2.1. Rynek finansowy jako element systemu finansowego

Z perspektywy omawianego tematu za pojęcie o naturze elementarnej należy uznać rynek finansowy. Termin rynek finansowy przynależy do zakresu systemu finansowego. Ogólne pojęcie rynku można rozumieć jako miejsce transakcji, której przedmiotem jest ustalenie warunków finansowania działalności podmiotów prywatnych i publicznych – określany mianem rynku pierwotnego oraz jako rynek obrotu prawami wynikającymi z tych transakcji – rozumiany jako rynek wtórny[6]. Podstawa definicji rynku finansowego wskazuje, że rynek ten stanowi płaszczyznę zawierania umów.

terystyczne dla państw członkowskich UE. Zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 29–30. Jak się wydaje, można stwierdzić, iż te dwie kategorie systemów finansowych mają również przełożenie na dwa modele giełd, zróżnicowanych pod względem ingerencji władzy. Model giełdowy kontynentalny zakłada kontrolę giełdy przez państwo, podczas gdy model giełdowy anglosaski ma charakter prywatny i zarobkowy. Por. K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 30.

[4] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 5 i n.

[5] T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku...*, s. 673.

[6] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 6.

Przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe, a więc pośrednio sam kapitał[7]. W ujęciu nauk ekonomicznych dla pojęcia rynku charakterystyczna jest relacja pomiędzy popytem a podażą, których wzajemna zależność powoduje ustalenie ceny określonego dobra będącego przedmiotem wymiany[8]. Ma to bezpośrednie konsekwencje w zmianach stanu posiadania i zaangażowania kapitałowego inwestorów. Istota rynku finansowego jest bezpośrednio determinowana przez jego główną funkcję, tj. pośrednictwo w transferze funduszy od podmiotów, które je posiadają, do podmiotów, które zgłaszają na nie popyt[9].

Pod względem normatywnym obecność pojęcia rynku finansowego zarówno w przepisach prawa polskiego, jak i unijnego nie przyniosła następstw w postaci wypracowania jednolitej definicji legalnej[10]. Jednakże w doktrynie podnosi się słuszny pogląd kwestionujący celowość wypracowania definicji legalnej rynku finansowego na gruncie polskiego prawa, w głównej mierze ze względu na niewykonalność takiego zadania[11]. Wynika to zarówno z dynamiki procesów zachodzących na rynku finansowym, jak i z adekwatności obecnych regulacji, które spełniają swoją rolę mimo obecnej w tym zakresie luki prawnej[12]. Efektem powyższego jest konieczność

[7] J. Czekaj, J. Raganiewicz, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki...*, s. 3.

[8] W uproszczonym ujęciu założenie to opiera się na stwierdzeniu, że na wolnym, konkurencyjnym rynku cena danego dobra jest pierwotnie zależna od strony popytowej. Gra rynkowa strony popytowej, zderzając się z podażą w określonym miejscu i czasie, wyznacza poziom ceny i w teorii następuje równowaga rynkowa oraz samoregulacja cen. Zależność ta jest wciąż przedmiotem dyskusji na płaszczyźnie ekonomicznej. Zob. np. D. Gale, *The Law of Supply and Demand*, Mathematica Scandinavica 1955, vol. 3, nr 1, s. 155 i n. oraz A. Pigou, *The Interdependence of Different Sources of Demand and Supply in a Market*, The Economic Journal 1913, vol. 23, nr 89, s. 19–23; V. Smith, *An Experimental Study of Competitive Market Behavior*, Journal of Political Economy 1962, vol. 70, nr 2, s. 111–137. Por. w zakresie prawa polskiego i prawa konkurencji – M. Tąkiel, *Charakterystyka czynu nieuczciwej konkurencji w świetle ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji*, [w:] K. Pujer (red.), *Problemy nauk prawnych. Tom 10*, Wrocław 2019, s. 54.

[9] Szerzej: M. Glicz, *Spółka publiczna...,* s. 2 i n.

[10] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 8.

[11] Tak: P. Wajda, *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009, s. 19.

[12] B. Wojno, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 1649–1650.

pomocniczego korzystania z dorobku nauk ekonomicznych i zawartych w nim definicji, w celu zrozumienia istoty tego pojęcia[13].

W przepisach prawa polskiego można jednak spotkać się z definicją pośrednio regulującą normatywne pojęcie rynku finansowego[14] na gruncie u.n.r.f.[15], która – zgodnie z art. 1 ust. 1 – określa sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym na podstawie trzech płaszczyzn – organizacji, zakresu oraz celu. Zgodnie z art. 1 ust. 2 u.n.r.f., w odniesieniu do rynku finansowego, można wyróżnić następujący nadzór:

(i) bankowy;
(ii) emerytalny;
(iii) ubezpieczeniowy;
(iv) nad rynkiem kapitałowym;
(v) nad instytucjami płatniczymi, biurami usług płatniczych, instytucjami pieniądza elektronicznego, oddziałami zagranicznych instytucji pieniądza elektronicznego;
(vi) nad agencjami ratingowymi;
(vii) uzupełniający – sprawowany nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego;
(viii) nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi i Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową;
(ix) nad pośrednikami kredytu hipotecznego oraz ich agentami;
(x) w zakresie przewidzianym przepisami rozporządzenia (UE) Nr 2016/1011[16];

[13] Na temat przeglądu definicji rynku finansowego oraz jego podziałów zob. szerzej: P. Wajda, *Rola decyzji...*, s. 11–19.

[14] Pojęcie rynku finansowego jest również obecne w art. 2 ust. 3 ustawy z dnia 5 sierpnia 2019 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (Dz. U. poz. 2279 ze zm.), gdzie wymienione są podmioty rynku finansowego, wobec których klient zgłasza zastrzeżenia dotyczące usług świadczonych przez podmiot rynku finansowego. Z uwagi na zbliżony sposób regulacji za wystarczające na potrzeby niniejszego opracowania wydaje się wyłącznie zasygnalizowanie tego zagadnienia.

[15] Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2020 r., poz. 2059).

[16] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach

(xi) w zakresie przewidzianym przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402[17].

Ramy nadzoru określono poprzez bezpośrednie odesłania do innych ustaw. W doktrynie podkreśla się spójność usystematyzowania niniejszej listy ze względu na zastosowanie kryterium przedmiotowo-podmiotowego[18]. Celem nadzoru nad rynkiem finansowym sprawowanym przez KNF, zgodnie z art. 2 u.n.r.f., jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa, przejrzystości oraz zaufania do rynku finansowego, a także ochrony interesów uczestników tego rynku również poprzez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku przez realizację celów określonych w ustawach szczegółowych. Można zatem stwierdzić, że rynkiem finansowym w takim wypadku będzie to, co stanowi przedmiot nadzoru KNF nad tym rynkiem[19]. Definicja ta oznacza, że pojęcie rynku finansowego w rozumieniu u.n.r.f. wyznaczone jest poprzez precyzyjne określenie zasięgu nadzorczego KNF.

Rynek finansowy może być poddany podziałowi ze względu na szereg kryteriów[20]. Z perspektywy niniejszej pracy kluczowy jest podział na rynek kapitałowy i rynek pieniężny. Za podstawowe kryterium tej kategoryzacji można uznać termin wymagalności roszczenia o zwrot zainwestowanych środków – czas[21]. Co do zasady rynek kapitałowy można uznać za rynek finansowania długoterminowego, a rynek pieniężny za rynek finansowania

finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L 171 z dnia 29 czerwca 2016 r., s. 1, ze zm.).

[17] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 347 z 28 grudnia 2017 r., s. 35).

[18] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 8.

[19] Niefortunność tego rozwiązania podkreśla A. Jakubiec, który wskazuje, że taki zabieg definicyjny zastosowany bez zastrzeżeń powodowałby sytuację, gdy za część składową zakresu pojęcia rynku finansowego uważałoby się również np. agencje ratingowe. Zob. A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 23.

[20] Szerzej J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003, s. 7 i n.

[21] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 9–10.

krótkoterminowego. Za umowną cezurę przyjmuje się okres zapadalności wynoszący 12 miesięcy[22]. Obecnie, w wyniku implementacji dyrektywy MIFID II[23], zrezygnowano z legalnej definicji rynku pieniężnego, uprzednio zawartej w art. 3 pkt 27 u.o.i.f., zgodnie z którą rynek pieniężny rozumiany był jako: system obrotu instrumentami finansowymi opiewającymi wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, jednak nie dłuższym niż jeden rok[24]. Zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 17 dyrektywy MIFID II do instrumentów rynku pieniężnego zaliczamy bony skarbowe, świadectwa depozytowe i komercyjne papiery wartościowe, z wyłączeniem instrumentów płatniczych. Rynek pieniężny rozumieć można jako rynek transakcji. Ich ekonomicznym uzasadnieniem jest transfer środków stanowiących nadwyżki jednych podmiotów do innych potrzebujących pokryć swoje bieżące potrzeby[25]. Akcje, obok m.in. certyfikatów inwestycyjnych lub obligacji skarbowych, są traktowane jako charakterystyczny przedmiot obrotu na rynku kapitałowym[26].

2.2.2. Rynek kapitałowy

Pojęcie rynku kapitałowego może być definiowane zarówno na płaszczyźnie nauk ekonomicznych, jak i nauk prawnych. Obie definicje są względem siebie na tyle różne, że w doktrynie pojawiają się słuszne postulaty

[22] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 32. M. Lemonnier podkreśla jednak umowny charakter tego terminu i brak jednolitych międzynarodowych standardów w tym zakresie. Por. M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 138.

[23] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349, ze zm.).

[24] Art. 3 pkt 27 został uchylony ustawą z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, która weszła w życie 21 kwietnia 2018 r.

[25] A. Jakubiec, poddając analizie pojęcie rynku pieniężnego, czyni założenie, że pod względem ekonomicznym pojęcie rynku pieniężnego jest stawiane jako dychotomiczne wobec rynku kapitałowego, lecz w ujęciu prawnym zupełny podział nie jest możliwy i następuje nachodzenie na siebie tych dwóch definicji. Zob. A. Jakubiec, *Opcja...*, s. 24 i n.

[26] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 9.

o modyfikację, a nawet redefinicję siatki pojęciowej rynku kapitałowego, w celu ich ujednolicenia tak, aby pojęcia definiowane przez akty prawne odpowiadały definicjom wypracowanym na gruncie nauk ekonomicznych[27]. Umożliwiłoby to znacznie bardziej swobodne operowanie tymi pojęciami, nakreślenie ich wzajemnej relacji i pozwoliłoby na zminimalizowanie wątpliwości natury interpretacyjnej. Z tej przyczyny dekompozycja pojęciowa rynku kapitałowego będzie kluczowa z perspektywy założeń niniejszej pracy i rozpatrywana na dwóch płaszczyznach. Pierwsza z nich, płaszczyzna nauk ekonomicznych, zdefiniowana jest ze względu na istotę rynku kapitałowego, którego czołową cechę stanowi efektywność. Efektywność rynku kapitałowego opiera się na obiegu informacji. Płaszczyzna ta bezpośrednio implikuje konsekwencje normatywne na gruncie prawa. Wspomniana zależność jest niepodważalna i determinuje kształt regulacji oraz drugą płaszczyznę – normatywną.

2.2.2.1. Rynek kapitałowy w ujęciu ekonomicznym

Z perspektywy nauk ekonomicznych można określić mianem rynku kapitałowego część systemu finansowego, która umożliwia manewrowanie środkami finansowymi i lokowanie ich w wybranych instrumentach finansowych o okresie zapadalności przekraczającej jeden rok[28]. W tym rozumieniu kluczowym aspektem rynku kapitałowego staje się jego funkcja, polegająca na umożliwieniu podmiotom gospodarczym pozyskania kapitału średnio- i długoterminowego niezbędnego dla zapewnienia działalności operacyjnej i strategicznej[29]. Jednakże definicja ta jest wynikiem kompromisu i próbą wypracowania jednego określenia pojęciowego, które pozwala na dalszy dyskurs. W literaturze przedmiotu istnieją przecież rozbieżności w tym zakresie[30]. Wydaje się jednak, że na potrzeby niniejszej pracy za słuszne należy

[27] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 37.

[28] A. Rechtschaffen, *Capital Markets, Derivatives and the Law*, New York 2009, s. 15; T. Gallagher, J. Andrew, *Financial Management, Principles and Practice*, Saint Paul 2007, s. 23.

[29] M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 405.

[30] W zakresie przekrojowego przedstawienia przeglądu definicji rynku kapitałowego

uznać założenie, że przytoczenie tej definicji nie będzie wystarczające. Istnieje konieczność przedstawienia istoty rynku kapitałowego, a w szczególności rynku giełdowego, charakteryzującego się efektywnością.

2.2.2.1.1. Efektywność informacyjna rynku kapitałowego

Za punkt wyjścia w dyskusji o obiegu informacji na rynku kapitałowym można uznać słowa L. Brandeisa, późniejszego sędziego amerykańskiego Sądu Najwyższego, który miał historycznie niepodważalny wpływ na regulacje w zakresie ujawniania i obiegu informacji[31]. L. Brandeis twierdził, że: „słusznie uznaje się publiczną jawność informacji za lek przeciwko nadużyciom społecznym i gospodarczym. Mówi się, że światło słoneczne jest najlepszym środkiem dezynfekującym, a światło elektryczne najlepszym policjantem"[32]. Te prorocze słowa ponad sto lat później wciąż są niezwykle aktualne w odniesieniu do przedstawienia istoty informacji na rynku kapitałowym. T. Sójka podkreśla, że od tego momentu prospekt uznaje się za podstawowy instrument przekazywania inwestorom informacji o emitencie i oferowanych papierach wartościowych[33].

Pojęcie efektywności wywodzi się z nauk ekonomicznych i jest związane z każdą zorganizowaną działalnością charakteryzującą się ponoszeniem nakładów w celu wypracowania konkretnych efektów. Efektywność opiera się na relacji pomiędzy rezultatem a nakładami. W odniesieniu do wszelkich działań czy decyzji rynkowych można mówić o ich efektywności wyłącznie wtedy, gdy prowadzą one do osiągnięcia zamierzonego celu przy możliwie najmniejszych nakładach, jednocześnie będących niższymi od ewentualnych alternatywnych sposobów osiągnięcia tego samego rezultatu[34].

zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 34 i n.

[31] Zob. G. Berk, *Louis D. Brandeis and the Making of Regulated Competition, 1900–1932*, Cambridge 2009 oraz J. Rosen, *Louis D. Brandeis, American Prophet*, Yale 2016.

[32] L. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, New York 1914, s. 92.

[33] T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 60.

[34] Por. P. Samuelson, W. Nordhaus, *Economics*, New York 2010, s. 199 i n.; J. Sloan, *Economics*, Essex 2006, s. 291 i n.

Wyróżnikiem efektywnego rynku kapitałowego jest pełne odzwierciedlenie wszystkich dostępnych inwestorom informacji w cenach instrumentów finansowych[35]. Na efektywność rynku kapitałowego składają się trzy płaszczyzny efektywności, które powinny występować łącznie[36]:

(i) alokacyjna[37];
(ii) transakcyjna[38];
(iii) informacyjna[39].

Z perspektywy prowadzonego dyskursu za zasadne należy uznać rozwinięcie pojęcia efektywności informacyjnej. Jest ona podstawową zasadą stabilnego i właściwie operującego rynku kapitałowego, jak również jest

[35] O efektywności rynku giełdowego można mówić w sytuacji, gdy wyceny rynkowe instrumentów finansowych dostarczają właściwych sygnałów dla alokacji zasobów. Inwestorzy, będący uczestnikami obrotu na takim rynku, mają równy dostęp do informacji dotyczących funkcjonowania emitenta, oferowanych przez niego papierów wartościowych oraz transakcji zachodzących w obrębie rynku. Dotyczy to w szczególności wydarzeń i informacji cenotwórczych. Zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 87.

[36] Klasyfikacja za: H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Kraków 2006, s. 14 oraz J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*, Warszawa 2001, s. 30.

[37] Efektywność alokacyjna będzie miała miejsce, gdy rynek zapewni dopływ kapitału do spółek będących w obrocie i charakteryzujących się największymi możliwościami inwestycyjnymi – do tych emitentów, którzy są w stanie zaproponować najlepszą alokację kapitału w odniesieniu do potencjalnego zysku i ponoszonego ryzyka. Szerzej: J. Wurgler, *Financial markets and the allocation of capital*, Journal of Financial Economics 2000, nr 1–2, s. 187–214.

[38] Rynek efektywny transakcyjnie charakteryzuje się niskimi kosztami transakcyjnymi i wysoką płynnością. Cechy te umożliwiają inwestorom swobodne dokonywanie transakcji bez takich ograniczeń, jak opóźnienie w realizacji transakcji lub nadmierne prowizje. Wynika to z konkurencji rynkowej pośredników i zapewnia niskie koszty zawierania transakcji oraz właściwą infrastrukturę techniczną umożliwiającą natychmiastowe przeprowadzanie tego procesu.

[39] Rynek giełdowy może być również efektywny w ujęciu informacyjnym – kluczową kwestią jest relacja pomiędzy obiegiem informacji a dostępem do informacji po stronie inwestorów. Szerzej o efektywności rynkowej pod kątem informacyjnym, w szczególności w kontekście kryzysu finansowego z lat 2007–2009, zob. R. Gilson, R. Kraakman, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Informational Costs*, Virginia Law Review 2014, vol. 100, nr 2, s. 313–375.

niezbędna dla występowania dwóch pozostałych rodzajów efektywności[40]. Powstała w latach 70. ubiegłego wieku tzw. hipoteza efektywności informacyjnej rynku kapitałowego (ang. EMH, *efficient market hypothesis*) zakłada, że rynek efektywny informacyjnie odzwierciedla w cenie waloru wszystkie dostępne informacje[41]. Przy takim założeniu ceny są zawsze prawdziwe, zależą wyłącznie od strumienia informacji napływających na rynek i w związku z tym nie jest możliwe osiągnięcie na rynku kapitałowym ponadprzeciętnych zysków[42]. E. Fama pierwotnie poddał teorię efektywności rynkowej dalszemu podziałowi na hipotezę słabą (ang. *weak form hypothesis*), hipotezę półsilną (ang. *semi-strong form hypothesis*) oraz hipotezę silną (ang. *strong form hypothesis*)[43].

Hipoteza słaba opiera się na założeniu, że aktualna cena danego instrumentu odzwierciedla wszystkie historyczne informacje i w związku z tym, że informacje z przeszłości są już niejako zdyskontowane w obecnej cenie podejmowanie decyzji inwestycyjnych na podstawie wcześniejszych rezultatów i uprzedniej analizy technicznej nie będzie przydatne w ocenianiu trafności decyzji inwestycyjnej[44].

Hipoteza półsilna opiera się na założeniu, że dana cena odzwierciedla nie tylko zdarzenia przeszłe, lecz również wszelkie aktualne publiczne informacje mogące mieć wpływ na kurs danego waloru[45]. Założenie to opiera się na przeświadczeniu, że rynek reaguje automatycznie na niezwłocznie zmieniającą się sytuację i w konsekwencji jest pod tym względem szybszy od inwestora. Konsekwentnie, przy tym założeniu nawet zastosowanie analizy technicznej w połączeniu z analizą fundamentalną[46] nie dałoby

[40] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 87.

[41] Inaczej zwana teorią rynku efektywnego. Koncepcja ta została opisana po raz pierwszy w 1970 r. przez ekonomistę E. Famę. Szerzej: E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance 1970, nr 2, s. 383–417.

[42] E. Fama, *Efficient Capital Markets...,* s. 384.

[43] *Ibidem,* s. 384; J. Sloman, *Economics...*, s. 257; F. Reilly, K. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Mason 2011, s. 151–152.

[44] A. Cunningham, *Behavioral Finance and Investor Governance*, Washington & Lee Law Review 2002, nr 59, s. 780.

[45] E. Fama, *Efficient Capital Markets...*, s. 404.

[46] Analiza techniczna opiera się na badaniu trendów cenowych z wykorzystaniem m.in. historycznych kursów papierów wartościowych lub wolumenu obrotów w celu przewidywa-

pożądanego rezultatu, tj. wyniku zwrotu z inwestycji przekraczającego średnią rynkową[47].

Trzecią i ostatnią hipotezą odnoszącą się do efektywności informacyjnej rynku kapitałowego jest tzw. hipoteza silna. Zakłada ona, że cena danego instrumentu odzwierciedla wszelkie możliwe informacje, które mogą być pozyskane zarówno ze źródeł prywatnych, jak i publicznych[48]. W powyższym rozumowaniu, nawet jeżeli pojawi się możliwość wykorzystania informacji poufnej, to rynek automatycznie na to zareaguje. Informacja poufna nie byłaby w takim rozumieniu informacją uprzywilejowaną, a jedynie odzwierciedleniem pełnej wiedzy inwestorów w zakresie informacji na temat danego waloru.

2.2.2.1.2. Asymetria informacyjna rynku kapitałowego

Powyższy, pierwotny podział rynku pod względem efektywności informacyjnej – wywodzący się z ekonomii[49] i ewoluujący na późniejszym etapie

nia trendów rynkowych. Analiza fundamentalna opiera się na badaniu trendu cenowego na podstawie danych fundamentalnych ze spółki i jej otoczenia. Obie taktyki inwestycyjne są często opisywane jako kontestacyjne wobec siebie. Por. J. Murphy, *Technical analysis of the financial markets: a comprehensive guide to trading methods and applications,* New York 1999 oraz B. Graham, *The Intelligent Investor*, New York 2008.

[47] W tym wypadku można mówić o tzw. hipotezie błądzenia losowego (ang. *random walk hypothesis*), koncepcji ściśle związanej z efektywnością informacyjną rynku kapitałowego, stanowiącej, że ceny instrumentów finansowych zmieniają się w czasie bez możliwości przewidzenia kierunku ruchu. Zgodnie z tą teorią cena instrumentu finansowego w przyszłości jest równa cenie z poprzedniego okresu oraz zmiennej losowej o wartości oczekiwanej równej zero. W myśl tej teorii adekwatne jest porównanie inwestowania z błądzeniem bądź przypadkowym spacerem, w tym konkretnym przypadku po Wall Street. Szerzej: B. Malkiel, *A random walk down Wall Street: the time-tested strategy for successful investing,* New York 2003.

[48] F. Reilly, K. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management...*, s. 152.

[49] Hipoteza efektywności informacyjnej rynku kapitałowego została na przestrzeni lat rozwinięta w swych założeniach. Por. E. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, The Journal of Finance 1991, nr 5, s. 1575–1617 oraz krytycznie S. Grossman, J. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review 1980, nr 3, s. 393–408. S. Grossman oraz J. Stiglitz poddali ocenie tezę o efektywności informacyjnej nie tylko w zakresie efektywności informacyjnej rynku, lecz także samych jego uczestników. Wyrównanie szans dostępu do informacji inwestorów generuje koszty i w związku

w stronę psychologii inwestowania lub ekonomii behawioralnej[50] – pozwala na ukazanie mechanizmów rynkowych z perspektywy inwestora oraz jego dostępu do informacji. Należy podkreślić, że efektywność rynku kapitałowego jest wprost zależna od decyzji podejmowanych przez inwestorów, którzy nie zawsze mają równy i pełen dostęp do informacji oraz nie zachowują się racjonalnie w sensie obiektywnym[51].

Za punkt wyjścia w rozumieniu asymetrii informacyjnej[52] można rozumieć sytuację, w której odrzuca się dogmatyczną koncepcję liberalnej ekonomii, traktującą rynek jako doskonały i niezawodny mechanizm, gdzie zawarta po określonej cenie transakcja jest zwieńczeniem przecięcia się krzywej podaży i popytu, a uczestnicy podejmują decyzje w sposób racjonalny[53]. Powyższe nawiązanie do koncepcji konkurencji doskonałej nie ma

z tym ogranicza efektywność rynku.

[50] Współcześnie jest to przedmiotem badań na gruncie nauk ekonomicznych, psychologicznych i socjologicznych. Podstawą powyższych założeń jest teza, że decyzje inwestorów nie są uwarunkowane wyłącznie czynnikami o charakterze racjonalnym i niniejsze może tłumaczyć pewne anomalie w efektywności rynku kapitałowego. Logika wyboru ekonomicznego, choć w dłuższym okresie stanowi podstawę wyceny walorów, musi również uwzględniać naturę biologiczną człowieka, opartą w dużym stopniu na emocjach. Zjawisko to opisuje dziedzina finansów znana jako finanse behawioralne. Szerzej o powiązaniu hipotezy teorii efektywnego rynku kapitałowego z dziedziną finansów behawioralnych: R. Schiller, *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, Journal of Economic Perspectives 2003, nr 1, s. 83–104 oraz A. Lo, *Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis*, Journal of Investment Consulting 2005, nr 2, s. 21–44.

[51] Warto podkreślić, że racjonalność zawsze jednak pozostaje nacechowana subiektywnie i co do zasady inwestor nie podejmie ryzyka rynkowego, w sytuacji gdy subiektywnie jest przekonany o tym, że inwestycja może nie przynieść zysku lub wręcz narazi go na stratę. Zob. R. Bebczuk, *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*, Cambridge 2003, s. 3.

[52] Szerzej: A. Blajer-Gołębiewska, *Asymetria informacji w relacjach inwestorskich. Perspektywa nadzoru korporacyjnego*, Gdańsk 2012.

[53] J. Kołacz, *Prawo inwestora do informacji na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 46–48. Ponadto racjonalność poszczególnych jednostek jest nieodłącznym zagadnieniem współczesnej teorii gier, szczególnie na gruncie ekonomii oraz finansów behawioralnych. Por. J. Friedman, *Game Theory with Applications to Economics*, Oxford 1996; R. Myerson, *Game theory: analysis of conflict*, Cambridge 1997 oraz M. Rabin, *Incorporating Fairness into Game Theory and Economics*, The American Economic Review 1993, nr 5, s. 1281–

odzwierciedlenia na współczesnym rynku kapitałowym[54]. Podmioty obecne na rynku, w szczególności inwestorzy, podejmując decyzje nie dysponują pełną wiedzą o rzeczywistości, działają tym samym w warunkach nierównomiernego rozdziału wiedzy, co stanowi istotę asymetrii informacyjnej. T. Sójka podkreśla, że w odniesieniu do spółek kapitałowych, które posiadają złożoną strukturę organizacyjną, problem asymetrii informacyjnej może istnieć nie tylko pomiędzy władzami spółki a jej akcjonariuszami, lecz również w ramach samej spółki, np. w relacjach pomiędzy radą nadzorczą a zarządem lub pracownikami a spółką[55].

Pojęcie asymetrii informacji stało się nieodłącznym aspektem transakcji. Asymetria informacyjna jest niejako wliczona w cenę waloru[56] i stanowi odzwierciedlenie ryzyka, jakie ponosi inwestor, decydując się na dane akcje[57]. Traktowana jest jako koszt transakcyjny, powoduje ekonomicznie uzasadnioną chęć podjęcia działań w celu zmiany tego stanu rzeczy i obniżenia tego kosztu bądź w idealnym ujęciu – jego wykluczenia. W przypadku gdy próba zniwelowania stanu asymetrii informacyjnej okaże się dla inwestora kosztem o znacznym rozmiarze, możliwe są trzy alternatywne scenariusze: odstąpienie od danej transakcji, zawarcie jej z zastrzeżeniem braku posiadania pełnych informacji bądź też przyjęcie rozwiązania trzeciego – powodującego „przerzucenie" ciężaru tego kosztu na emitenta[58]. Zabieg ten jest możliwy do zrealizowania wyłącznie za pomocą odpowiednich regulacji prawnych.

Efektywność informacyjna jest jedną z najbardziej istotnych cech prawidłowo funkcjonującego rynku kapitałowego, lecz tylko wtedy, gdy rynek

1302.

[54] P. Healy, K. Palepu, *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics 2001, nr 31, s. 405–440.

[55] Zob. T. Sójka, *Obowiązki...,* s. 25. Założenie można tym samym bezpośrednio skorelować z zagadnieniem rozdziału własności od kontroli, które jest przedmiotem analizy w rozdziale trzecim.

[56] Asymetria informacyjna stanowi tzw. koszt transakcyjny (ang. *transaction cost*), czyli koszt związany z zawarciem danej transakcji obejmujący np. stan oceny finansowej danego emitenta przez inwestora. Zob. J. Kołacz*, Prawo inwestora...*, s. 46.

[57] T. Sójka, *Obowiązki...,* s. 18.

[58] J. Kołacz, *Prawo inwestora...*, s. 46–47.

ten działa w obrębie zdefiniowanych prawnie ram[59]. Zróżnicowanie strukturalne i funkcjonalne rynku kapitałowego powoduje, że obrót na tym rynku wymaga istnienia złożonego otoczenia prawnego. W związku z tym prospekt stał się po pierwsze w pewnym sensie stabilizatorem mającym na celu przywrócenie, choć w niewielkim zakresie, równowagi informacyjnej pomiędzy spółką a potencjalnym inwestorem w odniesieniu do pierwszej oferty publicznej (ang. IPO, *Initial Public Offering*)[60], a po drugie instrumentem mającym na celu złagodzenie tej dysproporcji i wyrównanie szans[61]. W odniesieniu do emitentów obecnych na rynku niezbędne stają się odpowiednie regulacje dotyczące obiegu informacji, które mogą złagodzić zjawisko asymetrii informacyjnej i jednocześnie zwiększyć płynność obrotu[62].

[59] Teza o wzmocnieniu instrumentów prawnych i otoczenia regulacyjnego w odniesieniu do rynku kapitałowego przybrała na sile po kryzysie finansowym z lat 2007–2008. Podkreśla się, że kryzys ten mógł być spowodowany ewolucją struktury rynku oraz przepływu kapitału w jego obrębie. Otoczenie regulacyjne nie było w stanie nadążyć za tymi zmianami. W zakresie kompleksowego przeglądu zmian regulacyjnych, które nastąpiły po ostatnim kryzysie finansowym, zob. E. Ferran, N. Moloney, J. Hill, J. Coffee, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge 2012.

[60] Na temat zjawiska asymetrii informacyjnej w kontekście alokacji akcji w pierwszej ofercie publicznej zob. M. Tucker, B. Biernie, *Asymmetric Information, Underpricing and IPO Allocation: The Case of Goldman Sachs IPOs Cited by the House Financial Services Committee*, Journal of Business & Economic Studies 2004, nr 2, s. 54–66 oraz M. Lang, R. Lundholm, *Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hyping the Stock?* Contemporary Accounting Research 2010, nr 4, s. 623–662.

[61] N. Dierkens, *Information Asymmetry and Equity Issues*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 1991, nr 2, s. 181–199.

[62] M. Welker, *Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets*, Contemporary Accounting Research 1995, nr 2, s. 801–827.

2.2.2.2. Rynek kapitałowy w ujęciu normatywnym

Zakres definicji legalnej pojęcia rynku kapitałowego jest szerszy w porównaniu z definicją tego terminu funkcjonującą w naukach ekonomicznych[63]. Ustawodawca zastosował podobny zabieg definicyjny, co w odniesieniu do rynku finansowego pośrednio definiuje rynek kapitałowy na podstawie kryterium przedmiotowego – wytyczając jednocześnie granicę nadzoru w rozumieniu u.n.r.k.[64] Zgodnie z art. 2 pkt 6 u.n.r.k. poprzez pojęcie rynku kapitałowego należy rozumieć rynek składający się z następujących czterech segmentów:

(i) Rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych – w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy u.o.i.f., u.o.p., rozporządzenia 236/2012[65] i rozporządzenia 648/2012[66].

(ii) Rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania – w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy u.f.i.[67], rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy *venture capital*[68] oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 346/2013

[63] P. Wajda wskazuje na fakt, że pojęcie rynku kapitałowego w ujęciu prawnym zawiera następujące części rynku finansowego: część rynku pieniężnego, niemal cały rynek kapitałowy (z wyjątkiem takich instrumentów finansowych, jak np. bankowe papiery wartościowe), część rynku instrumentów pochodnych oraz dodatkowo rynek specyficzny (rynek uprawnień do emisji). Szerzej: P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 36–37.

[64] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2020 r., poz. 1400).

[65] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz. Urz. UE L 86 z dnia 24 marca 2012 r., s. 1, ze zm.).

[66] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L 201 z dnia 27 lipca 2012 r., s. 1, ze zm.).

[67] Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. z 2020 r., poz. 95 ze zm.).

[68] Dz. Urz. UE L 115 z dnia 25 kwietnia 2013 r., s. 1, ze zm.

z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej[69].

(iii) Rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych[70].

(iv) Rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia 1031/2010[71] – w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy tego rozporządzenia[72].

Z uwagi na zakres tematyczny pracy za właściwą – i istotną z perspektywy prowadzonych rozważań – należy uznać dalszą analizę pojęcia rynku papierów wartościowych oraz instrumentów finansowych. Z tego powodu określenie „rynek" w dalszej części publikacji nie będzie odnosiło się do rynku usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne, rynku towarów giełdowych oraz rynku dwudniowych kontraktów na rynku kasowym dotyczących emisji gazów cieplarnianych.

2.2.2.2.1. Rynek papierów wartościowych i instrumentów finansowych

Rynek papierów wartościowych jest rynkiem, na którym przedmiotem obrotu są prawa zawarte w papierach wartościowych. Tym samym rynek papierów wartościowych można określić mianem części rynku finansowego, która poprzez obrót papierami wartościowymi umożliwia przepływ kapitału[73]. Należy poczynić w tym miejscu zastrzeżenie co do przedmio-

[69] jw., s. 18, ze zm.

[70] Dz. U. z 2019 r., poz. 312.

[71] Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1031/2010 z dnia 12 listopada 2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie (Dz. Urz. UE L 302 z dnia 18 listopada 2010 r., s. 1, ze zm.).

[72] Przepis ten został dodany w wyniku implementacji dyrektywy MIFID II i w literaturze podnoszone są głosy co do zasadności tej zmiany. Szerzej: K. Zacharzewski, *Umowny obrót uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla (CO_2) do atmosfery*, [w:] Z. Kuniewicz, D. Sokołowska (red.), *Prawo kontraktów. Księga pozjazdowa VI Ogólnopolskiego Zjazdu Cywilistów, Szczecin–Międzyzdroje, wrzesień 2016*, Warszawa 2017, s. 600 i n.

[73] Tak: M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 11. Należy jednak powtórzyć zastrzeżenie

tu obrotu. Dystynkcja pomiędzy papierem wartościowym a instrumentem finansowym będzie przedmiotem dalszych rozważań w rozdziale piątym.

2.2.2.2.2. Rynek pierwotny i wtórny

Przepływ kapitału w ramach rynku papierów wartościowych i instrumentów finansowych może mieć dwojaki charakter. Podział rynku instrumentów finansowych na rynek pierwotny oraz wtórny zbudowany jest na podstawie kryterium stron transakcji, jak i inny charakter przedmiotu obrotu[74]. W literaturze, szczególnie anglosaskiej, rynek pierwotny i wtórny przyrównuje się odpowiednio do rynku instrumentów finansowych „nowych" oraz „używanych"[75].

Podobieństwo wynika z faktu, że rynek pierwotny ma charakter emisyjny. „Nowe", nabywane przez inwestora instrumenty finansowe nie były wcześniej przedmiotem obrotu – są emitowane przez spółkę. Rynek pierwotny jest więc rynkiem, gdzie dokonują się transakcje pomiędzy inwestorem a emitentem. Należy pamiętać także, że jest to wciąż rynek finansowy – poprzez sprzedaż swoich papierów wartościowych emitent uzyskuje finansowanie od inwestora, który dokonuje ich nabycia[76].

Rynek wtórny jako miejsce obrotu „używanymi" instrumentami finansowymi pełni rolę uzupełniającą i ściśle wynikającą z rynku pierwotnego[77]. Rynek wtórny umożliwia nabycie i zbycie instrumentów finansowych już istniejących, które zostały wyemitowane na rynku pierwotnym. Rynek wtórny

o braku wyraźnej granicy definicyjnej pomiędzy rynkiem kapitałowym a rynkiem pieniężnym, co stanowi o tym, że rynek papierów wartościowych częściowo można zakwalifikować również do rynku pieniężnego.

[74] A. Rechtschaffen, *Capital Markets...*, s. 15. Podkreślić należy jednak, że rozróżnienie pomiędzy rynkiem pierwotnym a rynkiem wtórnym jest istotne, natomiast w praktyce możliwe są sytuacje, w których zakresy obu tych pojęć zachodzą na siebie, np. emisja akcji przy podwyższeniu kapitału zakładowego, gdzie inwestor może nabyć zarówno akcje istniejące wcześniej, jak i wyemitowane na potrzeby tego procesu. Zob. P. Vernimmen, P. Quiry, M. Dallocchio, Y. Fur, A. Salvi, *Corporate Finance: Theory and Practice*, Chichester 2014, s. 7.

[75] Zob. T. Gallagher, J. Andrew, *Financial Management...*, s. 23.

[76] P. Vernimmen, P. Quiry, M. Dallocchio, Y. Fur, A. Salvi, *Corporate Finance...*, s. 7.

[77] M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 4.

odbywa się bez udziału emitenta i stronami transakcji są, co do zasady, sami inwestorzy. Wskazać trzeba, że celem rynku wtórnego jest zapewnienie odpowiedniej wyceny i płaszczyzny obrotu dla instrumentów finansowych już wyemitowanych[78]. Bez ich uprzedniej emisji w ramach rynku pierwotnego nie istniałby rynek wtórny[79]. Rynek pierwotny, jak i rynek wtórny muszą podlegać szczegółowym regułom określającym ich funkcjonowanie[80].

2.2.2.2.3. Obrót pierwotny i wtórny

Charakterystyka rynku pierwotnego oraz rynku wtórnego pod względem ekonomicznym jest niezbędna dla analizy normatywnej pojęć obrotu pierwotnego i obrotu wtórnego, które na gruncie prawa polskiego posiadają definicje legalne. Warto podkreślić, że umiejscowienie definicji legalnych – obrotu pierwotnego w u.o.p. oraz obrotu wtórnego w u.o.i.f. – doskonale podkreśla charakter prawny tych pojęć. Przepisy u.o.p. można umownie określić mianem przepisów dotyczących rynku pierwotnego, natomiast przepisy u.o.i.f. można nazwać regulacjami dotyczącymi rynku wtórnego.

Zgodnie z art. 4 pkt 3 u.o.p. poprzez pojęcie obrotu pierwotnego rozumie się dokonywanie oferty publicznej, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, przez emitenta lub gwaranta emisji – w przypadku gdy w umowie o gwarancję emisji zawartej przez emitenta, gwarant emisji zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. W doktrynie podkreśla się, że obrót pierwotny może być zdefiniowany poprzez kumulatywne spełnienie trzech przesłanek: przedmiotem oferty publicznej są papiery wartościowe nowej emisji, oferta publiczna dokonywana jest

[78] Warto odnotować, że istnieje zależność cenowa pomiędzy rynkiem pierwotnym a wtórnym. Pomimo faktu, że np. akcje są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, ich aktualna wycena ma przełożenie na możliwości uzyskania finansowania przez emitenta, np. w wyniku kolejnych emisji. Zob. M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 13–14.

[79] M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 52.

[80] Zob. P. Collins, *Regulation of Securities, Markets, and Transactions: A Guide to the New Environment*, Hoboken 2011, s. 15.

przez emitenta lub gwaranta emisji oraz następuje nabywanie lub zbywanie papierów wartościowych na podstawie tej oferty – obrót pierwotny określa się mianem zespołu czynności prawnych i faktycznych związanych z emisją nowych papierów wartościowych, a następnie plasowaniem ich na rynku kapitałowym[81].

Zgodnie z art. 3 pkt 7 u.o.i.f. poprzez obrót wtórny rozumie się dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent lub gwarant emisji, lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu albo proponowanie w dowolnej formie i w dowolny sposób, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu, jeżeli propozycja skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata.

Pojęcia obrotu pierwotnego, jak i obrotu wtórnego wymagają na gruncie prawa polskiego uzupełnienia o pojęcie pierwszej oferty publicznej. Zgodnie z art. 4 pkt 5 u.o.p. pojęcie pierwszej oferty publicznej oznacza dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych. Historycznie ujmując, pojęcie pierwszej oferty publicznej służyło umożliwieniu zbywania przez Skarb Państwa akcji należących do niego spółek zgodnie z art. 23 ust. 1 pkt 2 ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych[82]. Zabieg ten pozwolił na utworzenie konstrukcji prawnej umożliwiającej sprzedaż akcji należących do Skarbu Państwa nie w ramach rynku regulowanego, a w obrębie obrotu wtórnego, lecz podlegającego zasadom obrotu pierwotnego[83].

Obecnie w doktrynie akcentuje się, że pierwsza oferta publiczna może być dokonana zarówno w obrębie obrotu pierwotnego – jeżeli przeprowadzona jest przez emitenta lub gwaranta emisji, jak i obrotu wtórnego,

[81] Tak: M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 13.

[82] A. Chłopecki podkreśla, że pojęcie pierwszej oferty publicznej jest ściśle związane z przeprowadzaniem oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent, najczęściej jest to sprzedający. Tym samym pojęcie pierwszej oferty publicznej jest związane z prywatyzacjami przedsiębiorstw kapitałowych dokonywanymi przez Skarb Państwa. Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 34.

[83] Szerzej: M. Michalski, *Spółki Skarbu Państwa na rynku kapitałowym*, [w:] A. Kidyba (red.), *Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, Warszawa 2015, s. 125–136.

w sytuacji gdy dokonuje jej inna osoba[84]. Należy jednak podzielić wątpliwości M. Michalskiego, który zauważył, że w obecnym systemie prawnym, po rezygnacji z pojęcia publicznego obrotu papierami wartościowymi, nie istnieje dalsza konieczność utrzymywania klasyfikacji obrotu poprzez podział na obrót pierwotny, wtórny i pierwszą ofertę publiczną[85]. Wystarczające i wyczerpujące jest kryterium obrotu pierwotnego i wtórnego, zaś kluczowym pojęciem staje się oferta publiczna. Obecna definicja oferty publicznej, po nowelizacji u.o.p., zawiera bezpośrednie odesłanie do art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129[86], według którego oferta publiczna papierów wartościowych oznacza komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych – w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych. Definicja ta ma również zastosowanie do plasowania papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych.

Rynek wtórny w ramach u.o.i.f. można podzielić na rynek zorganizowany oraz rynek niezorganizowany (ang. *over the counter* – OTC)[87]. Rynek niezorganizowany bywa niekiedy niesłusznie określany mianem pozagiełdowego i opiera się na indywidualnym charakterze negocjacji między stronami zawartego kontraktu[88]. Wyłącznie rynek zorganizowany bazuje

[84] Tak: M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 14. Odmiennie M. Michalski, który konsekwentnie podkreśla, że nie istnieje relacja pomiędzy pojęciem pierwszej oferty publicznej a pojęciem obrotu pierwotnego, zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 13.

[85] M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 50.

[86] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168 z dnia 30 czerwca 2017 r., s. 12, ze zm.)

[87] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 15.

[88] Organizatorem rynku pozagiełdowego, będącego przede wszystkim w gestii banków, są animatorzy rynku (ang. *market makers*), którzy poprzez zobowiązanie do dwustronnego kwotowania są w każdej chwili gotowi do zawarcia transakcji. Zob. A. Szopa, *Podstawy inżynierii finansowej*, Warszawa 2012, s. 49.

na istnieniu scentralizowanej instytucji, która umożliwia przeprowadzanie transakcji na podstawie mechanizmu popytowo-podażowego i jednolitych warunków transakcji dla wszystkich[89]. Świadczy to o giełdowym charakterze rynku zorganizowanego[90].

2.3. Zorganizowany obrót na rynku kapitałowym

Zgodnie z art. 3 pkt 9 u.o.i.f. zorganizowany obrót instrumentami finansowymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany jest na terytorium RP wyłącznie na rynku regulowanym albo w ramach alternatywnego systemu obrotu. W literaturze definicję tę niekiedy określano mianem dwóch części stanowiących łącznie podstawę polskiego rynku kapitałowego w rozumieniu u.o.i.f.[91]

Odnotować należy, że obecnie – z uwagi na implementację przepisów dyrektywy MIFID II i art. 3 pkt 9a u.o.i.f. – w ramach systemu obrotu instrumentami finansowymi wyróżnia się także zorganizowaną platformę obrotu OTF (ang. *organised trading facility*) jako kolejną, samodzielną oraz autonomiczną platformę obrotu i konsekwentnie trzecią część polskiego rynku kapitałowego[92]. Rynek regulowany, alternatywny system obrotu oraz zorganizowana platforma obrotu tworzą tym samym trzy segmenty zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi[93].

Zgodnie z definicją zawartą w art. 3 pkt 10b u.o.i.f. OTF rozumieć należy jako zorganizowaną platformę obrotu, oznaczającą wielostronny system kojarzący w sposób uznaniowy składane przez podmioty trzecie oferty kupna i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych,

[89] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 15.

[90] Jednakże nie wyklucza to pośrednictwa KDPW w transakcjach na rynku OTC. Zob. E. Widz, *Rola centralnego kontrahenta w rozliczeniach transakcji na rynku nieregulowanym OTC na przykładzie działalności KDPW_CCP*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia 2017, nr 1, s. 113–123.

[91] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 51.

[92] M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 497.

[93] Tak: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 75. Należy wyraźnie zaznaczyć, że sformułowanie to nie jest tożsame z zakresem definicji obrotu zorganizowanego ujętej w u.o.i.f.

uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych, będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani alternatywnym systemem obrotu. W doktrynie podkreśla się tendencję do ograniczania swobody rynkowej poprzez nadmierną regulację w tym zakresie, umotywowaną przede wszystkim chęcią marginalizacji rynku niezorganizowanego – OTC[94].

OTF nie mieści się zatem w zakresie pojęcia obrotu zorganizowanego, jednakże jest klasyfikowana jako zorganizowana platforma obrotu. Obecnie w Polsce nie funkcjonuje system obrotu papierami wartościowymi, który spełniałby cechy zorganizowanej platformy obrotu[95]. Z uwagi na odmienny zakres regulacyjny, przede wszystkim w sferze przedmiotu obrotu, aspekty związane z platformą OTF nie będą przedmiotem dalszych rozważań. Zorganizowany obrót może tym samym być wyłącznie dokonywany w obrębie następujących dwóch płaszczyzn – rynku regulowanego albo alternatywnego systemu obrotu.

2.3.1. Rynek regulowany

2.3.1.1. Rynek regulowany w prawie unijnym

Z uwagi na różnice w przepisach o charakterze materialnoprawnym na terenie poszczególnych państw UE unijny ustawodawca podkreślił kwestię związaną z faktem notowania akcji spółki na rynku regulowanym – i tym samym powiązał pojęcie rynku regulowanego z pojęciem spółki publicznej (giełdowej). Potrzeba zdefiniowania pojęcia rynku regulowanego została wskazana w preambule dyrektywy MIFID I[96], a konieczność rozszerzenia

[94] Zob. N. Moloney, [w:] E. Ferran, N. Moloney, J. Hill, J. Coffee, *The Regulatory Aftermath*..., s. 164.

[95] M. Pachucki, A. Plutecki, *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. Poradnik dla emitentów*, Warszawa 2018, s. 9.

[96] Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.). Szerzej na temat roli MIFID w kontekście kształtowania pojęcia rynku regulowanego oraz

niniejszego podmiotowego zakresu podkreślono w preambule dyrektywy MIFID II[97].

Na poziomie prawa unijnego pojęcie rynku regulowanego zdefiniowano w art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy MIFID II[98], zgodnie z którym rynek regulowany oznacza system wielostronny prowadzony lub zarządzany przez operatora rynku[99], który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie – w systemie oraz zgodnie ze swoimi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu obejmującego instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu, zgodnie z jego zasadami lub systemami, oraz który posiada zezwolenie i funkcjonuje w sposób systematyczny – zgodnie z przepisami tytułu III dyrektywy MIFID II.

Stosownie do dyrektywy MIFID II rynek regulowany funkcjonujący w państwie członkowskim UE musi posiadać pewne niezbędne elementy[100]. Przede wszystkim rynek ten musi być wielostronny, tym samym umożliwiać jak najszerszej rzeszy podmiotów dostęp do mechanizmów i instrumentów będących przedmiotem notowania na danym rynku. Rynek

o procesie uchwalania MIFID II zob. G. Ferrarini, N. Moloney, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, European Business Law Organization 2012, nr 4, s. 557–597.

[97] W doktrynie podkreśla się bardziej interwencyjny charakter dyrektywy MIFID II względem MIFID I, zob. N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014, s. 471 i n. oraz M. Haentjens, P. de Gioia Carabellese, *European Banking and Financial Law*, New York 2015, s. 21 i n.

[98] W zakresie zmian związanych z wejściem w życie dyrektywy MIFID II zob. I. Gębusia, *Zmiany w regulacji rynku instrumentów finansowych wynikające z przyjęcia tzw. pakietu MIFID II/MIFIR*, MPH 2017, nr 1, s. 31 i n.

[99] Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 18 dyrektywy MIFID II operator rynku to osoba bądź osoby zarządzające działalnością lub prowadzące działalność rynku regulowanego; operatorem rynku może być także rynek regulowany.

[100] Art. 47 dyrektywy MIFID II określa również wymogi organizacyjne, jakie musi posiadać rynek regulowany funkcjonujący w państwie członkowskim. Wśród wymogów organizacyjnych należy wymienić: procedury mające na celu rozwiązywanie konfliktów interesów pomiędzy uczestnikami obrotu, mechanizmy zarządzania ryzykiem, przejrzyste zasady obrotu, odpowiednie rozwiązania techniczne zarówno w kwestii działania rynku, jak i realizacji transakcji oraz zaplecze finansowe umożliwiające jego prawidłowe funkcjonowanie.

regulowany musi być zarządzany przez operatora rynku, tj. wyspecjalizowany podmiot gospodarczy, który odpowiada za zapewnienie, że zarządzany przez niego rynek regulowany wypełnia wszystkie wymogi prawa. Operator rynku, funkcjonujący jako podmiot gospodarczy zarządzający rynkiem regulowanym, podlega regularnemu nadzorowi przez uprawnione organy administracji publicznej. Ponadto sam rynek regulowany może być prowadzony wyłącznie po uzyskaniu stosownego zezwolenia.

Obrót na rynku regulowanym musi następować zgodnie z określonymi zasadami i w zorganizowanym systemie. Reguły te muszą być jednakowe dla wszystkich uczestników tego obrotu. Rozwiązanie to stanowi gwarancję właściwego przebiegu transakcji mających miejsce w obrębie rynku oraz ma zapewnić równe traktowanie wszystkich podmiotów będących uczestnikami tego rynku, niezależnie od ich pozycji, posiadanego majątku, a także sygnalizowanej wcześniej przewagi informacyjnej[101]. Przewidywalne, proste i zrozumiałe dla wszystkich inwestorów zasady stanowią o sile danego rynku oraz zwiększają do niego zaufanie.

Istotą funkcjonowania rynku regulowanego jest możliwość zawarcia kontraktu dotyczącego instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu. Fakt dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym nakłada na ich emitentów obowiązki informacyjne, co jest przedmiotem regulacji m.in. rozporządzenia MAR[102] oraz tzw. dyrektywy

[101] Warto w tym miejscu podkreślić wzrost znaczenia tzw. handlu algorytmicznego o wysokiej częstotliwości (ang. *High-Frequency Trading*, HFT) – techniki inwestowania polegającej na zawieraniu wielu transakcji giełdowych w możliwie najkrótszym czasie, z wykorzystaniem specjalnie zaprogramowanych komputerów, które na podstawie algorytmów decyzyjnych automatycznie dokonują transakcji. Kwestia HFT została zaadresowana w dyrektywie MIFID II. Zob. D. Busch, *MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access*, Law and Financial Markets Review 2016, nr 10, s. 72–82. Zob. także: A. Chłopecki, Ł. Malanowski, *Handel algorytmiczny*, Monitor Prawa Bankowego 2014, nr 7–8, s. 65–71.

[102] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 1, ze zm.).

o przejrzystości[103]. Obowiązek informacyjny ma na celu zapewnienie równego i powszechnego dostępu do informacji rynkowej, tym samym niwelując negatywne skutki asymetrii informacji.

Systematyczność rynku regulowanego pozwala emitentom i inwestorom na pewną i ciągłą możliwość obrotu. Inwestorzy otrzymują dzięki temu sposobność łatwego otwierania i zamykania pozycji inwestycyjnych. Rynki instrumentów finansowych, które nie spełniają powyższych wymogów, nie mogą być klasyfikowane jako rynki regulowane w rozumieniu definicji zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy MIFID II.

2.3.1.2. Rynek regulowany w prawie polskim

Obowiązująca definicja rynku regulowanego wynika z implementacji przepisów dyrektywy MIFID II na grunt prawa polskiego. Zgodnie z art. 14 ust. 1 u.o.i.f. rynek regulowany oznacza działający w sposób stały, wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany oraz podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, jak też wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany[104]. Definicja ta pozwala na wskazanie cech konstytutywnych rynku regulowanego na podstawie znowelizowanych przepisów u.o.i.f.[105]

[103] Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z dnia 31 grudnia 2004 r., s. 38, ze zm.).

[104] M. Lasota podkreśla, że aktualna definicja różni się względem definicji sprzed implementacji dyrektywy MIFID II, w szczególności w odniesieniu do elementów rynku od strony przedmiotowej. Zob. M. Lasota, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku…*, s. 638–639.

[105] Proponowana dekonstrukcja definicji rynku regulowanego i wyróżnienie jego poszczególnych elementów wzorowana jest na klasyfikacjach zaproponowanych odpowiednio

Zgodnie z przepisami u.o.i.f. rynek regulowany charakteryzuje się zatem następującymi cechami[106]:

(i) stały i wielostronny charakter;
(ii) transakcje dotyczą instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku;
(iii) zapewnia powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej;
(iv) zapewnia jednakowe warunki zbywania i nabywania instrumentów finansowych;
(v) podlega nadzorowi administracyjnemu;
(vi) jest uznany za spełniający powyższe warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Po pierwsze, rynek regulowany musi działać jako stały oraz wielostronny system zawierania transakcji. Na gruncie obecnych przepisów u.o.i.f. zastąpiono więc pojęcie „stałego systemu obrotu" mianem „stałego i wielostronnego systemu zawierania transakcji"[107]. System zawierania transakcji musi zatem charakteryzować się wyżej wskazanymi dwiema cechami – zarówno wielostronnością, jak i stałym charakterem. Podkreślić należy, że pojęcie systemu, niestety, nie oznacza automatycznie, że jest to system o charakterze informatycznym bądź teleinformatycznym. Dyrektywa MIFID II

przez A. Chłopeckiego oraz P. Wajdę. Podziały te nie mogły być bezpośrednio zastosowane na łamach niniejszej pracy z uwagi na inne ówczesne brzmienie definicji rynku regulowanego. Konsekwentnie ich brzmienie zostało dostosowane i ujednolicone względem obowiązującego stanu prawnego zawartego w u.o.i.f. Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 32; P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 52 i n.

[106] Wymogi względem spółki prowadzącej rynek regulowany, w szczególności w zakresie obiegu informacji (zlecenia oraz liczba potencjalnych ofert), zawarte są w rozporządzeniu Ministra Finansów w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany oraz platforma aukcyjna. Zob. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany oraz platforma aukcyjna (Dz. U. poz. 726).

[107] Za M. Lasotą należy podkreślić brak konsekwencji spójności siatki pojęciowej u.o.i.f. względem implementacji przepisów dyrektywy MIFID II. M. Lasota zauważa, że dyrektywa MIFID II wspomina o systemie, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu deklaracji gotowości. Zapisy dotyczące systemu, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji, były zawarte w dyrektywie MIFID I. Zob. M. Lasota, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 638.

przyjęła zasadę neutralności technologicznej, zatem stały i wielostronny system zawierania transakcji może teoretycznie istnieć bez zaplecza informatycznego[108]. Pojęcie wielostronności zostało dodane do obecnej definicji rynku regulowanego w wyniku prawidłowej implementacji przepisów art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy MIFID II na grunt prawa polskiego. Wielostronny system, zgodnie z art. 39b u.o.i.f., to taki, w ramach którego kojarzone są oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane przez podmioty trzecie. W doktrynie podkreśla się, że wielostronny system musi być zorganizowany, pozwalać na kojarzenie ofert kupna i sprzedaży, a składane oferty muszą pochodzić od osób trzecich[109]. Te ostatnie w tym rozumieniu oznaczają podmioty, które nie są podmiotami organizującymi obrót w ramach systemu i tym samym ponoszą zarówno ryzyko straty, jak i potencjalny zysk związany ze złożonymi ofertami kupna i sprzedaży. Stały charakter wielostronnego systemu funkcjonującego w ramach rynku regulowanego cechuje się cyklicznością, co pozwala na wzrost poziomu bezpieczeństwa obrotu, jak i efektywności tego rynku[110]. Przewidywalność i powtarzalność rynku ma także bezpośredni wpływ na zwiększenie pewności obrotu i tym samym umożliwia swobodną alokację środków.

Po drugie, transakcje przeprowadzane na rynku regulowanym dotyczą instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku. A. Chłopecki podkreśla, że na rynku regulowanym przedmiotem obrotu powinny być, pomimo braku wyraźnego umocowania na gruncie u.o.i.f., instrumenty finansowe standaryzowane – np. akcje, które cechują się emisją większych rozmiarów oraz posiadają te same prawa[111].

Po trzecie, rynek regulowany musi cechować się powszechnym i równym dostępem do informacji rynkowej. Jak wskazano wcześniej, zjawisko asymetrii informacyjnej jest nieodłącznie związane z rynkiem kapitałowym

[108] Zob. E. Kniaziowska-Bryk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 948. Wydaje się jednak, że byłoby to niemożliwe i oznaczałoby to powrót do zjawisk typu *paper crunch* szerzej opisanych w poprzednim rozdziale.

[109] M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 503.

[110] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 52.

[111] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 34.

i tylko odpowiednie narzędzia prawne, w ramach rynku regulowanego, mogą przyczynić się do łagodzenia skutków tego zjawiska.

Po czwarte, wszystkim uczestnikom obrotu na rynku regulowanym należy zapewnić jednakowe reguły i zasady, zarówno w zakresie zbywania, jak i nabywania instrumentów finansowych. Jest to podstawowa gwarancja odpowiedniego przeprowadzenia transakcji i obowiązywania tych samych zasad obrotu, niezależnie od pozycji poszczególnych podmiotów[112].

Po piąte, rynek regulowany musi podlegać organowi nadzoru administracji publicznej. Nadzór, w przypadku RP prowadzony przez KNF, jest niezbędny w celu prawidłowej realizacji pozostałych cech rynku regulowanego.

Po szóste, rynek regulowany podlega weryfikacji przez organy danego państwa członkowskiego UE. Jeśli powyższe cechy są spełnione, to taki rynek zostaje uznany za rynek regulowany i wskazany przez KNF Komisji Europejskiej jako rynek regulowany, uzyskując w następstwie tego status rynku regulowanego.

Przepisy u.o.i.f. zawierają również dodatkowy mechanizm mający na celu poprawę bezpieczeństwa tudzież efektywności funkcjonowania rynku regulowanego w postaci delegacji ustawowej[113]. Zgodnie z art. 17 ust. 1 u.o.i.f. szczegółowe warunki, jakie musi spełniać rynek regulowany, określa – w ramach rozporządzenia – minister właściwy do spraw instytucji finansowych. Rozporządzenie w sprawie szczegółowych warunków rynku regulowanego określa m.in. wymogi stawiane przed spółką prowadzącą rynek regulowany, w celu zapewnienia warunków niezbędnych do prowadzenia sprawnego i bezpiecznego obrotu na rynku regulowanym[114],

[112] P. Wajda podkreśla, że jednakowe zasady dla wszystkich przynoszą pozytywny efekt w postaci chętniej przeprowadzanych emisji pierwotnych, jak i powodują wzrost obrotu wtórnego. Zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 52 i n.

[113] *Ibidem*, s. 52

[114] Zgodnie z § 2 oraz § 3 rozporządzenia w sprawie szczegółowych warunków rynku regulowanego: „spółka prowadząca rynek regulowany jest obowiązana zapewnić warunki niezbędne do prowadzenia sprawnego i bezpiecznego obrotu na tym rynku, w tym do skutecznego i niezwłocznego wykonywania zleceń składanych na ten rynek. Spółka prowadząca rynek regulowany jest obowiązana wdrożyć rozwiązania, które zapewniają identyfikację potencjalnie niekorzystnych dla działalności tego rynku regulowanego lub jego członków konsekwencji zdarzeń powodowanych przez konflikty pomiędzy interesami spółki prowadzącej rynek regulowany lub jej akcjonariuszy a stabilnym funkcjonowaniem

w tym przede wszystkim zasady upowszechniania informacji oraz skutecznego i niezwłocznego wykonywania składanych zleceń. Uprawnienie, jak i jego umiejscowienie w akcie prawnym o randze podustawowej, wskazywałoby na możliwość płynnej adaptacji w zakresie elementarnych regulacji dotyczących obrotu na rynku regulowanym, bez konieczności prowadzenia długotrwałego procesu ustawodawczego[115] – co, niestety, nie zawsze ma miejsce w praktyce. Przykładem może być rozporządzenie w sprawie szczegółowych kryteriów dla członków zarządu i rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany z 25 kwietnia 2019 r.[116], wydane ponad rok po nowelizacji art. 17 i dodaniu ust. 1 pkt 3 u.o.i.f.[117]

Historycznie rzecz biorąc, rynek regulowany w prawie polskim, zgodnie z poprzednim brzmieniem art. 15 ust. 1 u.o.i.f., składał się z następujących dwóch segmentów – rynku giełdowego, który rozumiany był jako rynek prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., oraz rynku pozagiełdowego, prowadzonego przez BondSpot S.A.[118] W wyniku nowelizacji przepisów u.o.i.f.[119] w 2017 r. art. 15 został uchylony i tym

prowadzonego rynku regulowanego i umożliwią zarządzanie tymi konsekwencjami".

[115] Zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna…*, s. 52.

[116] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych kryteriów dla członków zarządu i rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany (Dz. U. poz. 874). Obecnie zagadnienia te są ujęte w rozporządzeniu Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 24 listopada 2020 r. w sprawie wymogów stosowanych wobec członków zarządu i rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany oraz trybu i warunków postępowania w zakresie utrzymywania i doskonalenia ich wiedzy i kompetencji (Dz. U. poz. 2100).

[117] Tak również: M. Lasota, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku…*, s. 650.

[118] BondSpot S.A. powstała w 1996 r. pod nazwą Centralna Tabela Ofert S.A. z inicjatywy ponad 20 największych polskich banków i domów maklerskich. W listopadzie 2000 r. do grona akcjonariuszy dołączyła GPW. Od maja 2009 r. spółka znajduje się w grupie kapitałowej. Rynek Treasury BondSpot Poland jest integralną częścią systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), opracowanego przez Ministerstwo Finansów przy współudziale Narodowego Banku Polskiego oraz środowiska bankowego. Głównym celem systemu jest minimalizacja kosztów obsługi długu publicznego poprzez poprawę płynności, przejrzystości i efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych. Zob. http://bondspot.pl/o_rynku (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[119] Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

samym niniejszy podział funkcjonalny obecnie pełni rolę o charakterze historyczno-doktrynalnym. Ustawodawca motywował niniejszą zmianę m.in. praktycznym zniwelowaniem różnic w zakresie zasad funkcjonowania rynku giełdowego i rynku pozagiełdowego, koniecznością zachowania spójności z przepisami unijnymi oraz wątpliwościami odnośnie do pojęcia „rynku pozagiełdowego" i ewentualnego mylnego wrażenia, że jest to rodzaj rynku OTC, a nie rynku regulowanego[120].

Rezygnacja z tego podziału nie umniejszyła jednak roli GPW. Wprost przeciwnie, aktualnie zarówno rynek giełdowy – rozumiany jako rynek regulowany notowań oficjalnych, jak i rynek pozagiełdowy – rozumiany jako rynek regulowany notowań niebędących notowaniami oficjalnymi, mają status niepodzielnego rynku regulowanego[121]. Status rynku regulowanego w odniesieniu do rynków obrotu papierami wartościowymi mają zatem: rynek podstawowy GPW, który jest rynkiem oficjalnych notowań w rozumieniu art. 16 ust. 2 u.o.i.f., oraz rynek równoległy GPW[122]. Z uwagi na marginalną rolę rynku równoległego GPW, szczególnie pod względem wartości obrotu, rynek ten nie będzie przedmiotem dalszych rozważań.

Ponadto, jak już wskazano powyżej, status rynku regulowanego ma również rynek organizowany przez BondSpot S.A. – określany mianem

oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 791).

[120] Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (druk nr 991 z dnia 3 listopada 2016 r.), s. 4. Z tym poglądem należy się zgodzić. Niejasna terminologia powoduje błędy w doktrynie. K. Grabowski wspomina o S. Sołtysińskim oraz A. Szumańskim, którzy powołując się na rynek pozagiełdowy, odwołują się jednocześnie do NewConnect – zob. K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy. Studium tworzenia prawa i przewodnik po dyrektywie*, Kraków–Warszawa 2014, s. 359.

[121] K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 75.

[122] Zob. M. Lasota, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 640; K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 75. W komunikacji informacyjnej GPW określa rynek podstawowy oraz rynek równoległy łącznie mianem „Głównego Rynku GPW", co dodatkowo utrudnia sprawne poruszanie się w ramach siatki pojęciowej, gdzie zamiennie wykorzystywane są pojęcia wynikające z przepisów prawa (zarówno aktualnych, jak i archiwalnych), praktyki obrotu oraz nazewnictwa własnego, stosowanego przez GPW. Zob. https://www.gpw.pl/pl-home (dostęp: 20 lutego 2021 r.). Por. M. Pachucki, A. Plutecki, *Jak prawidłowo...*, s. 8.

rynku regulowanego notowań niebędących notowaniami oficjalnymi[123]. Choć należy podzielić wątpliwości ustawodawcy względem niefortunności terminu „rynku pozagiełdowego" w poprzednim brzmieniu przepisów, warto podkreślić, że obecna regulacja nie jest przystępna, zarówno pod kątem teoretycznoprawnym, jak i przede wszystkim praktycznym. Jeśli zmiana przepisów i ich obecna interpretacja, mająca na celu wyodrębnienie adekwatnej siatki pojęciowej, powoduje kreację pojęć, takich jak „rynek regulowany notowań niebędących notowaniami oficjalnymi", to zabieg legislacyjny ustawodawcy można uznać za wątpliwy – pod względem celowościowym i nieefektywny – pod względem osiągniętych skutków.

Niemniej rynek giełdowy w Polsce zawsze będzie nierozłącznie powiązany z rynkiem regulowanym prowadzonym przez GPW[124]. Obecnie GPW jako spółka prowadząca rynek regulowany posiada, na mocy art. 16 ust. 1 u.o.i.f., uprawnienie do dodatkowego tworzenia rynków wyodrębnionych pod względem typów papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, jak również rodzaju ich emitentów[125]. Możliwość wyodrębnienia rynków stanowi element autonomii decyzyjnej GPW[126] i jest to szczególnie relewantne z uwagi na możliwość wyodrębnienia najbardziej istotnej płaszczyzny obrotu – rynku oficjalnych notowań.

W myśl art. 16 ust. 2 u.o.i.f. spółka prowadząca rynek regulowany może, w ramach organizowania rynku regulowanego, wyodrębnić dodatkowy

[123] K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 75.

[124] Nieoczywisty przykład świadczący o unikalnej pozycji GPW stanowi art. 214 u.o.i.f., który reguluje aspekty związane z przepisami przejściowymi i końcowymi, w szczególności w odniesieniu do p.p.o.p.w. 1997. Tym samym ustawodawca zapewnił spółce prowadzącej rynek regulowany jako GPW ciągłość działania na gruncie u.o.i.f. i brak konieczności powtórnego ubiegania się o zezwolenie na prowadzenie działalności. Koncepcja ta, bazująca na ochronie praw nabytych, podkreśla szczególną rolę GPW jako rynku giełdowego w Polsce. Zob. P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 1636.

[125] Spółka prowadząca rynek regulowany może również, zgodnie z art. 16 ust. 3 u.o.i.f., prowadzić ASO, a także OTF, zgodnie z art. 16 ust. 5. Wymogiem koniecznym w tym zakresie jest uzyskanie zgody KNF. Nieistniejący już art. 16 ust. 4, który regulował wyłącznie ASO, wymagał jedynie złożenia do KNF zawiadomienia o zamiarze organizacji alternatywnego systemu obrotu.

[126] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 18.

rynek, zwany rynkiem oficjalnych notowań. W kontekście minimalnych wymogów określonych dla rynku regulowanego – rynek oficjalnych notowań spełnia dodatkowe wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku. Analogicznie do delegacji ustawowej, dotyczącej rozporządzenia w sprawie szczegółowych warunków rynku regulowanego, art. 17 ust. 1 zawiera również upoważnienie dla ministra finansów do określenia szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku. Warunki te określono w rozporządzeniu w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań giełdowych[127]. Choć pod względem regulacyjnym rynek oficjalnych notowań można tym samym uznać za najbardziej zaawansowaną postać rynku regulowanego w rozumieniu u.o.i.f., podzielić należy trafne stanowisko K. Grabowskiego, jeszcze na gruncie poprzedniego stanu prawnego, że konstrukcja pojęciowa rynku oficjalnych notowań giełdowych może rodzić konsekwencje w postaci istnienia rynku regulowanego, gdzie przedmiotem są „nieoficjalne" notowania giełdowe[128].

2.3.2. Alternatywny system obrotu

Zgodnie z przywołanym wcześniej brzmieniem art. 3 pkt 9 u.o.i.f. zorganizowany obrót instrumentami finansowymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi może być dokonywany na terytorium RP wyłącznie na rynku regulowanym albo w ramach alternatywnego systemu obrotu. Alternatywa rozłączna w definicji wskazuje na fakt, że alternatywny system obrotu można rozumieć jako drugi segment zorganizowanego obrotu w ramach u.o.i.f. Aktualna interpretacja pojęcia alternatywnego systemu obrotu wynika również z siatki pojęciowej prawa europejskiego[129]. Alternatywny system obrotu mieści się w ramach pojęcia wielostronnej platformy obrotu (MTF, ang. *multilateral trading facility*), która – zgodnie

[127] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz. U. poz. 803).
[128] K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 276.
[129] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 17.

z art. 4 ust. 1 pkt 22 dyrektywy MIFID II – oznacza system wielostronny, kojarzący oferty zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych złożone przez osoby nietworzące systemu, zgodnie z określonymi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego.

W prawie polskim, zgodnie z art. 3 pkt 2 u.o.i.f., przez pojęcie alternatywnego system obrotu (ASO) rozumie się prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego. Opierając się na przepisach u.o.i.f., i w analogiczny sposób do definicji rynku regulowanego, w celu analizy definicji alternatywnego systemu obrotu – zawartej w art. 3 pkt 2 u.o.i.f., można dokonać jej dekompozycji na podstawie następujących cech:

(i) wyodrębnienie względem rynku regulowanego;
(ii) wielostronny charakter systemu;
(iii) kojarzenie ofert kupna i sprzedaży instrumentów finansowych;
(iv) sposób kojarzenia oparty jest na określonych zasadach, niemający charakteru uznaniowego.

Po pierwsze, na gruncie przepisów u.o.i.f. wprost została wytyczona granica pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu. M. Wierzbowski, P. Wajda oraz K. Zaradkiewicz podkreślają również, że zarówno rynek regulowany, jak i alternatywny system obrotu są również wzajemnie oddzielone od pojęcia zorganizowanej platformy obrotu[130]. Nie jest zatem możliwe, aby istniał rynek bądź też system obrotu łączący jednocześnie elementy rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu. Nazwa własna najlepiej oddaje charakter tego systemu, podkreślając jego „alternatywność" względem rynku regulowanego.

Po drugie, alternatywny system obrotu musi być wielostronny. Wielostronność systemu rozumiana jest tak jak w odniesieniu do rynku regulowanego, i zgodnie z art. 9b u.o.i.f. system musi być zorganizowany, pozwalać na kojarzenie ofert kupna i sprzedaży oraz składane oferty muszą pochodzić

[130] Zob. M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 492.

od osób trzecich. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że definicja nie zawiera „stałego" charakteru ASO.

Po trzecie, alternatywny system obrotu musi umożliwiać kojarzenie ofert kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Proces ten musi opierać się na elementarnej dla mechanizmu rynkowego wzajemnej koncentracji podaży i popytu, w sposób umożliwiający zawieranie transakcji pomiędzy jego uczestnikami, co finalnie umożliwia kształtowanie się kursu[131]. Cecha ta nadaje alternatywnemu systemowi obrotu miano klasycznego rynku w ujęciu ekonomicznym i pozwala także na ocenę jego efektywności, jak i bezpieczeństwa obrotu.

Po czwarte, kojarzenie ofert kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w obrębie alternatywnego systemu obrotu odbywa się w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach ASO, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego. Tym samym obrót ten powinien odbywać się na równych i sprawiedliwych zasadach dla wszystkich uczestników, uniemożliwiając jakąkolwiek jego uznaniowość bądź przypadkowość[132].

Konsekwentnie za A. Chłopeckim można przyjąć założenie, że przez pojęcie alternatywnego systemu obrotu można rozumieć rynek obrotu posiadający pewne cechy rynku regulowanego, który jednak statusu rynku regulowanego nie posiada ze względu na brak kompletności wszystkich tych cech[133]. Można stwierdzić, że alternatywny system obrotu ma wciąż być zorganizowanym systemem obrotu, jednakże działać, opierając się na łagodniejszych normach[134]. Mniej restrykcyjne regulacje alternatywnego systemu obrotu nie powodują jednak, że rynek ten ma odejść od podstawowych zasad obrotu. Przeciwnie, alternatywny system obrotu powinien cechować się zasadą bezpieczeństwa i sprawności transakcji, jak

[131] Tak: A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 36; P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 59.
[132] M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 492.
[133] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 35.
[134] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 59.

i zasadą upowszechniania jednolitych informacji o kursach i przedmiotach obrotu w ramach tego systemu[135].

Obecnie status alternatywnego systemu obrotu w obrębie zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi można przypisać w Polsce rynkowi akcji NewConnect oraz rynkowi instrumentów dłużnych BondSpot S.A.[136] Za szczególnie istotny, z perspektywy omawianej materii, należy uznać rynek akcji NewConnect – prowadzony od 2007 r. przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie.

Wedle założeń rynek ten ma być źródłem finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw o wysokim potencjale wzrostu. Jednocześnie ma przyciągać inwestorów akceptujących podwyższone ryzyko w zamian za potencjalnie wyższe zwroty z poczynionych inwestycji[137]. P. Wajda, dwa lata po rozpoczęciu notowań NewConnect, określił ten rynek mianem: „rynku młodego, słabo rozwiniętego, relatywnie płytkiego, jak i charakteryzującego się niewielką kapitalizacją oraz [...] niewielkim znaczeniem gospodarczym"[138]. Dekadę później powyższa charakterystyka wydaje się nad wyraz aktualna. Rynek ten, choć nie jest już oczywiście „młody", wciąż boryka się z tymi samymi problemami[139]. Można nawet zaryzykować stwierdzenie, że sytuacja ta pogorszyła się z biegiem czasu i rynek ten zdecydowanie nie spełnił pokładanych w nim oczekiwań, w szczególności w odniesieniu do ochrony inwestorów[140].

[135] Tak: A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 36.

[136] Opierając się na rynku regulowanym oraz alternatywnym systemie obrotu, których organizatorami są GPW oraz BondSpot S.A., w zakresie obrotu instrumentami dłużnymi na platformach transakcyjnych tych podmiotów funkcjonuje Catalyst (nazwa wykorzystywana przez GPW na potrzeby wspólnego ujęcia rynków obrotu instrumentami dłużnymi). Zob. M. Pachucki, A. Plutecki, *Jak prawidłowo...*, s. 8.

[137] https://newconnect.pl/o-rynku (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[138] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 60.

[139] Warto zaznaczyć, że w latach 2010–2012 na rynku notowań NewConnect pojawiły się jednak łącznie aż 283 spółki. W kolejnych latach średnia debiutów na tym rynku wynosiła około 15 rocznie. Rynek ten, poza nielicznymi wyjątkami, nie sprawdził się również jako płaszczyzna do modelowego scenariusza i przejścia spółek na rynek główny GPW. Zob. M. Bergandy, *Czy NewConnect się przebudzi i przyciągnie spółki i inwestorów?* Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 15 lipca 2019 r., s. 3.

[140] Zob. np. K. Kucharczyk, *NewConnect na ostrym zakręcie*, Gazeta Giełdy i Inwestorów

2.4. Wnioski

Rynek kapitałowy, niezależnie od płaszczyzny obrotu, należy wciąż traktować jako rynek. Jest on obszarem walki popytu z podażą, który może być poddany ocenie pod względem jego efektywności informacyjnej. Nieuchronnie towarzyszącym mechanizmom rynkowym zjawiskiem jest asymetria informacyjna. Jeśli rynek nie jest w stanie dostarczyć inwestorom właściwego zbioru informacji o funkcjonowaniu emitentów, oferowanych przez nich papierach wartościowych oraz o sile popytu i podaży na nie – rynek ten staje się nieefektywny w ujęciu informacyjnym, co uniemożliwia odpowiednią alokację kapitału i konsekwentnie również uzyskanie oraz utrzymanie odpowiedniej kapitalizacji i płynności rynku[141].

Zwalczanie niepożądanych zjawisk rynkowych powoduje konieczność objęcia mechanizmów rynkowych odpowiednim reżimem regulacyjnym. Ze względu na zakres przedmiotowy niniejszej pracy i z perspektywy prezentowanych rozważań konieczna była dekompozycja pojęcia rynku kapitałowego, aż do dwóch segmentów zorganizowanego obrotu na rynku polskim – rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu. Oba segmenty obrotu, choć pozornie nieporównywalne, wykazują jednak jedną bardzo istotną wspólną cechę, która determinuje ich położenie w obrębie polskiej siatki pojęciowej rynku kapitałowego. Tym samym wzajemną relację pomiędzy tymi pojęciami można przedstawić, opierając się na trzech wybranych kryteriach: znaczenie gospodarcze, perspektywa inwestora oraz stopień formalizacji.

Porównanie rynku regulowanego z alternatywnym systemem obrotu powinno być dokonane w obrębie faktycznej działalności tych rynków w Polsce. Relacja ta musi zatem dotyczyć rynku regulowanego oficjalnych notowań GPW (rynku podstawowego oraz rynku równoległego)

Parkiet, 18 stycznia 2019 r., s. 3; A. Torchała, *NewConnect szoruje po dnie. Rynek groszowych spółek*, 24 września 2018 r., https://www.bankier.pl/wiadomosc/NewConnect-szoruje-po-dnie-Rynek-groszowych-spolek-7615261.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.); M. Bergandy, *Gdyby z NewConnect wycofać gry?* Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 26 lipca 2019 r., s. 6; M. Masłowski, *NewConnect – sukces, czy przedłużająca się stagnacja?* Akcjonariusz 2015, nr 3, s. 16–24.

[141] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 343.

oraz alternatywnego systemu obrotu NewConnect. Dane udostępnione w Biuletynach Statystycznych GPW[142] oraz NewConnect[143] za 2019 r. umożliwiają porównanie obu segmentów rynku ze względu na kryterium łącznej kapitalizacji spółek tam obecnych. Łączna kapitalizacja 449 spółek na GPW w 2019 r. wyniosła 1 103,8 mld PLN, podczas gdy łączna kapitalizacja 375 spółek na NewConnect w 2019 r. wyniosła 9,7 mld PLN. Oznacza to, że kapitalizacja spółek notowanych w obrębie ASO NewConnect była prawie sto piętnaście razy mniejsza od spółek notowanych na rynku głównym GPW[144]. Co więcej, pod koniec 2019 r., siedemnaście spółek notowanych na rynku głównym GPW miało większą kapitalizację niż cały rynek NewConnect[145]. Bazując na powyższej proporcji, można stwierdzić, że choć oba segmenty mają inne cele i przeznaczenie w obrocie[146], to z perspektywy znaczenia gospodarczego obu tych rynków – skala tej dysproporcji nie warunkuje w tym zakresie celowości dalszej analizy.

Rynki te, mimo że wydają się nieporównywalne pod względem ich skali i znaczenia gospodarczego, operują na zbliżonych zasadach. Z perspektywy technicznej organizacji obrotu, jak i przedmiotu będącego zdematerializowanymi akcjami, rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu nie

[142] GPW, *Biuletyn statystyczny GPW za 2019 r.*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2019_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[143] GPW, *Biuletyn statystyczny NewConnect za 2019 r.*, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/statystyki/statystyki_roczne/2019_NC.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[144] Współczynnik ten wynosił około stu pięćdziesięciu za 2018 r. i spadek związany jest nie tylko ze zmiennością rynkową, ale także z tendencją do wycofywania spółek z rynku regulowanego – w 2019 r. 22 spółki opuściły rynek regulowany GPW. Por. GPW, *Biuletyn statystyczny GPW za 2018 r.*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2018_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.) oraz GPW, *Biuletyn statystyczny NewConnect za 2018 r.*, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/statystyki/statystyki_roczne/2018_NC.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[145] Zob. również w odniesieniu do licznych problemów w zakresie przekazywania informacji: K. Kucharczyk, *Turbulencje na rynku alternatywnym: kilkadziesiąt firm bez raportów*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 20 listopada 2019 r., s. 7.

[146] A. Chłopecki zwraca uwagę na ewolucję polskiego rynku kapitałowego, w ramach której stopniowo następowało odejście od prywatyzacji spółek Skarbu Państwa na rzecz mniejszych spółek akcyjnych o charakterze „rodzinnym", które posiadają zdematerializowane akcje w ramach obrotu zorganizowanego. Zob. A. Chłopecki, *Akcje zdematerializowane w małżeńskiej wspólności majątkowej*, PPH 2008, nr 10, s. 46.

wykazują zasadniczych różnic[147]. Inwestor posiadający dostęp do systemu teleinformatycznego umożliwiającego realizację zleceń w czasie rzeczywistym może w ten sam sposób nabywać oraz zbywać akcje notowane w czasie rzeczywistym zarówno na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu. Historycznie ujmując, dla inwestora swobodne poruszanie się pomiędzy tymi wyodrębnionymi segmentami zorganizowanego obrotu sprowadzało się do kliknięcia innej zakładki w systemie teleinformatycznym. Dostępne i zyskujące na popularności rozwiązania, w tym w szczególności aplikacje mobilne, całkowicie wręcz zacierają granicę pomiędzy wskazanymi płaszczyznami. Oznacza to, że za niezbędne należy uznać odpowiednie mechanizmy prawne, które w możliwie największym stopniu powinny chronić inwestora, a przede wszystkim tworzyć przejrzyste i równe zasady obrotu na tym rynku[148].

Za właściwe kryterium dystynkcji pomiędzy dwoma segmentami zorganizowanego obrotu, tj. rynkiem regulowanym oraz alternatywnym systemem obrotu na polskim rynku kapitałowym, należy uznać normatywny stopień formalizacji[149].

Rynek regulowany jest rynkiem o najwyższym stopniu formalizacji. Szczególny status rynku regulowanego widoczny jest na wielu płaszczyznach. Przede wszystkim przed spółką prowadzącą ten rynek stawiane są najbardziej rygorystyczne wymogi w zakresie organizacji niniejszej płaszczyzny obrotu. Emitenci poddani są również zwiększonym wymogom w zakresie emisji, dopuszczenia akcji do obrotu oraz konieczności zatwierdzenia prospektu emisyjnego, obowiązuje ich także szczególny reżim informacyjny. Rolą KNF jest pełnienie administracyjnego nadzoru nad prawidłowością funkcjonowania powyższych mechanizmów. Komisja posiada również liczne uprawnienia o charakterze sankcyjnym, które stosuje w wypadku wykrycia nieprawidłowości w tym zakresie.

[147] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 17.

[148] Zbliżone stanowisko prezentuje A. Chłopecki. W kontekście analizy pojęcia rynku notowań oficjalnych wspomina o zjawisku przenikania się rynków, ulegającego nasileniu poprzez globalizację. Podkreśla też konieczność istnienia jednolitych standardów na terenie UE, szczególnie w ramach możliwości wzajemnego uznawania prospektów emisyjnych. Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 35.

[149] Tak: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 75.

Alternatywny system obrotu, choć powinien spełniać zbliżone wymogi w zakresie bezpieczeństwa obrotu w stosunku do rynku regulowanego, posiada w tej sferze znacznie mniej sformalizowane instrumentarium[150]. Wskazać można na łagodniejsze wymogi we wcześniej omówionych płaszczyznach, przede wszystkim w kwestii zaistnienia akcji w obrocie, które opiera się na „wprowadzeniu" akcji do obrotu w przeciwieństwie do „dopuszczenia" oraz „wprowadzenia" wymagającego uprzedniej zgody KNF na rynku regulowanym. Inny jest również zakres obowiązków informacyjnych ciążących na spółkach, których akcje są przedmiotem obrotu[151].

Za słuszne należy uznać stwierdzenie, że rynek regulowany zawiera szereg barier regulacyjnych, finansowych oraz nadzorczych stawianych zarówno przed operatorami rynku, jak i emitentami[152]. Bariery te są niezbędne ze względu na to, że z perspektywy inwestora nie występują zasadnicze różnice w metodologii i sposobie dokonywania transakcji pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu[153]. Inwestor, który obserwuje notowania dwóch spółek zagregowanych obok siebie, może nie mieć świadomości, że choć oba segmenty prowadzone są przez spółkę pod firmą

[150] M. Pachucki trafnie podkreśla, że ASO można rozumieć jako giełdę w znaczeniu potocznym, której utworzenie, jak i funkcjonowanie jest obarczone mniejszymi wymogami z uwagi na brak konstytutywnych cech rynku regulowanego, który definiowany jest przede wszystkim przez akty prawne na poziomie ustaw i rozporządzeń. Powszechnie obowiązujące normy prawa mają mniejsze znaczenie dla alternatywnego systemu obrotu w porównaniu z rynkiem regulowanym. Zob. M. Pachucki, *Alternatywny System Obrotu – nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, PPH 2008, nr 1, s. 18 i n.

[151] W zakresie szczegółowego porównania obowiązków informacyjnych na rynku regulowanym oraz w ramach alternatywnego systemu obrotu zob. K. Chamska, G. Ściński, *Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie GPW oraz na rynku NewConnect – analiza porównawcza*, Finanse i Prawo Finansowe 2017, vol. 2, nr 14, s. 9–22. Autorzy, dokonując analizy obowiązków informacyjnych na poszczególnych platformach, zauważają, że wymogi w zakresie transparentności na obu rynkach co do zasady są do siebie zbliżone, jednakże znaczące różnice w przepisach szczególnych mogą powodować występowanie w ramach ASO szeregu nadużyć, co może powodować spadek zaufania inwestorów do tego rynku.

[152] M. Spyra, [w:] M. Stec (red.), *Prawo...*, s. 17.

[153] Podkreślić należy jednak, za K. Zacharzewskim, że zgodnie z art. 19a u.o.i.f., po implementacji przepisów dyrektywy MIFID II, aktualnie każda platforma obrotu instrumentami finansowymi podlega nadzorowi administracji publicznej. Zob. K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 78.

GPW, są to dwa diametralnie różne rynki. Ponad stukrotna różnica w łącznej kapitalizacji spółek notowanych na tych rynkach pozwala na poczynienie założenia, że ASO w rozumieniu u.o.i.f. należy traktować jedynie jako pewien szablon wielostronnego rynku zorganizowanego, który ma określone ramy prawne i jest możliwy do powielenia. NewConnect, niestety, nie odniósł sukcesu i nie stał się dobrym wzorem na przyszłość. Nie należy marginalizować tej możliwości i mimo że obecnie wydaje się to wątpliwe, nie jest wykluczone, aby w dalszej perspektywie w Polsce został utworzony inny alternatywny system obrotu. Co więcej, podzielić należy pogląd, że rozwiązania prawne – regulujące alternatywny system obrotu – nie mogą być traktowane jako kompleksowe, co uniemożliwia ich rozpatrywanie jako wystarczającej podstawy do szczegółowej analizy normatywnej[154].

Uwzględniając powyższe, można sformułować następujący wniosek: choć istnieje wiele obszarów wspólnych dla obu tych pojęć, jak chociażby zdematerializowana akcja będąca przedmiotem obrotu, pomiędzy pojęciem rynku regulowanego a alternatywnym systemem obrotu zdecydowanie nie należy stawiać znaku równości. Oba te segmenty, zgodnie z u.o.i.f., wspólnie tworzą pojęcie zorganizowanego obrotu i wiele przepisów odnosi się do rynku regulowanego, ASO, jak i do OTF. Jest to szczególnie istotne z perspektywy definicji legalnej spółki publicznej – rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu nie powinny z mocy prawa być ze sobą zrównane.

[154] Tak: J. Kołacz, *Prawo inwestora...,* s. 17.

III. EWOLUCJA POJĘCIA SPÓŁKI PUBLICZNEJ

3.1. Wprowadzenie

Zmiana kryterium definicyjnego spółki publicznej w prawie polskim wymaga przyjęcia założenia stanowiącego o tym, że spółka publiczna, mimo znacznych różnic, wciąż pozostaje spółką akcyjną w swej najbardziej rozwiniętej postaci. Rozważania dotyczące koncepcji definicyjnych spółki publicznej należy rozpocząć od przytoczenia ogólnie przyjętych standardów dotyczących spółki akcyjnej, aby tym samym nakreślić istotę spółki publicznej w obrocie. Istotne w tym zakresie jest wzajemne przenikanie się dwóch sfer – prawa handlowego i prawa rynku kapitałowego. Z tej przyczyny w literaturze wskazuje się, że pierwotny jednolity typ kodeksowej spółki akcyjnej, przewidziany w k.h., uległ stopniowemu podziałowi[1] na dwa podtypy:

[1] Pojęcie spółki niepublicznej wprowadzono do art. 406 § 1 k.s.h. na mocy ustawy z 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2008 r. Nr 13, poz. 69). Nowelizacja ta zawierała implementację do prawa polskiego postanowień dyrektywy 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy. Zob. Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE L 184 z dnia 14 lipca 2007 r., s. 17, ze zm.). Implementacja dyrektywy 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy została powierzona Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego i zespołowi problemowemu, w składzie: M. Romanowski (przewodniczący), A. Opalski oraz K. Grabowski. W zakresie zmian zob. A. Opalski, M. Romanowski, *Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym*, MP 2009, nr 7 – dodatek, s. 1–20; K. Grabowski, *Dyrektywa o niektórych prawach...*, s. 485–550 oraz tenże, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 221–255; K. Oplustil, *Pełnomocnictwo do występowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych z 5.12.2008*, PPH 2009, nr 11, s. 4–12; J. Jastrzębski, *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicz-*

spółkę publiczną oraz spółkę niepubliczną. Modelowa spółka akcyjna nie powinna być jednakże określana mianem spółki prywatnej[2].

3.2. Spółka akcyjna

Współczesne rozumienie spółki akcyjnej jest wynikiem procesu doskonalenia i uformowania kształtu tej instytucji na przestrzeni wieków[3]. Spółka akcyjna stała się prawną odpowiedzią na wyzwania i rosnące potrzeby wynikające z praktyki rynkowej oraz prowadzenia zaawansowanej działalności gospodarczej w dotąd niespotykanej skali[4]. Jest tym samym jedną z najbardziej powszechnych form organizacyjnych prowadzenia działalności gospodarczej na świecie, zwłaszcza takiej, która wymaga zaangażowania znacznych środków finansowych[5]. Nierozłącznym elementem spółki akcyjnej stała się łatwość pozyskania kapitału od wielu osób, co skutkuje powstaniem rozproszonego akcjonariatu[6]. Należy również podkreślić, że spółka akcyjna nie może być rozumiana wyłącznie jako model prowadzenia działalności gospodarczej, ale również jako mechanizm, który – przy odpowiednich okolicznościach – może umożliwić akcjonariuszowi pomnażanie

nej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów), PPH 2009, nr 9, s. 9–15.

[2] K. Oplustil podkreśla, że posługiwanie się pojęciami spółki prywatnej oraz spółki publicznej niesie ze sobą błędne konotacje wskazujące na fakt, że spółka publiczna nie jest podmiotem prawa prywatnego. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, s. 120. Obecnie dodatkowe wątpliwości w tym zakresie wprowadziła nowelizacja k.s.h. oraz nowelizacja u.o.p.

[3] Szerzej: J. Frąckowiak, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...*, s. 882–888.

[4] J. Okolski, D. Opalska, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo...*, s. 341.

[5] J. Frąckowiak podkreśla, że początki spółki akcyjnej związane są z kompaniami powstającymi po wielkich odkryciach geograficznych. Przed zaangażowaniem kapitału inwestorzy przedstawiali konstrukcję prawną spółki w postaci statutu władzy publicznej celem otrzymania zgody. Szerzej: J. Frąckowiak, *Powstanie spółki akcyjnej i zarys jej konstrukcji*, [w:] M. Michalski (red.), *Kształtowanie się spółki akcyjnej a doświadczenia polskie*, Warszawa 2020, s. 208 i n.

[6] J. Modrzejewski, C. Wiśniewski, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo...*, s. 340.

zainwestowanego kapitału[7]. Spółka akcyjna tym samym była wskazywana jako jedyne rozwiązanie umożliwiające inwestorowi wzięcie udziału w ryzykownym przedsięwzięciu przy ograniczonej odpowiedzialności własnej, lecz jednocześnie nie wyłączając go z procesu decyzyjnego w zakresie jej zarządzania[8].

3.2.1. Uniwersalne cechy modelowej spółki akcyjnej

Niezależnie od różnic prawnych i systemowych krajowych przepisów prawa spółek doktryna prawa handlowego oraz orzecznictwo pozwalają obecnie na wyodrębnienie szeregu uniwersalnych cech spółki akcyjnej[9], bezpośrednio związanych z jej ekonomiczną funkcją[10]:

(i) odrębna osobowość prawna typu korporacyjnego[11];

[7] Maksymalizacja zysku wiąże się ze wzrostem roli akcjonariuszy w spółce. Zob. E. Stockhammer, *Shareholder Value Orientation and the Investment-Profit Puzzle*, Journal of Post Keynesian Economics 2005–2006, vol. 28, nr 2, s. 193–215.

[8] Por. M. Michalski, *O genezie spółek akcyjnych, czyli dlaczego wiek XIX ukształtował spółkę akcyjną*, [w:] A. Dańko-Roesler, M. Leśniak, M. Skory, B. Sołtys (red.), *Ius est ars boni et aequi. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Józefowi Frąckowiakowi*, Warszawa 2018, s. 758 i n. oraz W. Cook, *The Corporation*, American Bar Association Journal 1923, vol. 9, nr 8, s. 503.

[9] Spółka akcyjna w tym rozumieniu jest spółką kapitałową typu otwartego, gdzie występuje wielu akcjonariuszy będących anonimowymi dostarczycielami kapitału. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, s. 15.

[10] Gospodarka wolnorynkowa oraz towarzyszący jej proces globalizacji wymusiły na poszczególnych porządkach prawnych wytyczenie pewnych ogólnych ram i wspólnych cech konstrukcyjnych modelowej spółki akcyjnej. Niniejsza klasyfikacja oparta jest na: J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman, [w:] R. Kraakman i in. (red.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford 2017, s. 5; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, Warszawa 2010, s. 128 i n.; J. Okolski, D. Opalska, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo...*, s. 273–279; J. Frąckowiak, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...,* s. 882; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...,* s. 644; Ł. Gasiński, *Granice swobody...*, s. 305 i n. oraz J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH 2000, nr 8, s. 4 i n.

[11] Każda osoba prawna wyposażona jest w zdolność prawną umożliwiającą jej posiadanie praw i obowiązków oraz nabywanie i zbywanie ich we własnym imieniu. W odniesieniu do spółki akcyjnej podkreślana jest osobowość prawna typu korporacyjnego, definiowana przez strukturę organizacyjną opartą na obecności członków (akcjonariuszy), którzy

(ii) brak odpowiedzialności osobistej akcjonariuszy za zobowiązania spółki[12];
(iii) wyodrębniona i oddzielona od sfery właścicielskiej struktura organizacyjna odpowiedzialna za zarządzanie[13];
(iv) zbywalność akcji[14];
(v) inwestorski charakter uczestnictwa akcjonariuszy w spółce[15].

wnoszą do spółki swoje wkłady, tym samym tworząc majątek osoby prawnej i realizując swoje uprawnienia poprzez decydowanie o jej działalności. Konstrukcja spółki akcyjnej szczególny akcent kładzie na powołanie organów i następnie uczestnictwo w obrocie gospodarczym na ogólnych zasadach prawa. Zob. Z. Radwański, *Prawo cywilne...,* s. 193; J. Frąckowiak, [w:] S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2...,* s. 904–906 oraz A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 645.

[12] Atrybut odrębnej osobowości prawnej w odniesieniu do spółki akcyjnej pozwala na ogólne wyłączenie odpowiedzialności akcjonariuszy za zobowiązania spółki. Ryzyko finansowe spoczywające na akcjonariuszu jest początkowo maksymalnie ograniczone wysokością wniesionego wkładu, a następnie wartością rynkową objętych akcji. Niniejsze rozwiązanie ułatwia podejmowanie decyzji inwestycyjnych przez akcjonariuszy i w konsekwencji powoduje dywersyfikację ryzyka. Nie wyklucza to jednak odpowiedzialności akcjonariuszy pełniących w spółce określoną funkcję w strukturze organizacyjnej lub działających w jej imieniu. Szerzej: H. Manne, *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, Virginia Law Review 1967, nr 53, s. 259–262; A. Wyrzykowska, Ł. Czekański, *Odpowiedzialność członków organów spółek kapitałowych*, Warszawa 2016 oraz Ł. Krupa, M. Kuliński, K. Maćkowska, R. Maćkowski, B. Pęczkowski, S. Sikorski, M. Wawer, A. Zołotar, *Odpowiedzialność kadry zarządzającej spółek kapitałowych*, Warszawa 2014.

[13] Wyodrębniona struktura organizacyjna polegająca na wyraźnym oddzieleniu sfery właścicielskiej od organów zarządczych spółki. Szerzej: A. Schneeman, *The Law of Corporations and Other Business Organizations*, New York 2010, s. 337 i n.

[14] Nieograniczone i swobodne rozporządzanie akcjami przez akcjonariusza wynika bezpośrednio z kapitałowej natury spółki akcyjnej oraz charakteru prawnego akcji jako papieru wartościowego. Akcja inkorporuje ogół praw i obowiązków akcjonariuszy, a przeniesienie jej własności ma bezpośredni wpływ na strukturę akcjonariatu. Należy podkreślić, że sama zbywalność akcji nie ma wpływu na zmianę wysokości kapitału zakładowego i dalsze istnienie samej spółki akcyjnej. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru...*, s. 130; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 645 oraz J. Okolski, D. Opalska, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo...*, s. 279.

[15] Podstawą uczestnictwa akcjonariusza w spółce akcyjnej jest zaangażowanie kapitałowe. O najważniejszych kwestiach dotyczących spółki i jej bytu decydują akcjonariusze proporcjonalnie do ich zaangażowania kapitałowego. Przewaga kapitału jest odzwierciedleniem ponoszonego przez akcjonariusza ryzyka. Zob. J. Okolski, D. Opalska, [w:] J. Okolski,

Powyższe cechy mają w znacznym stopniu charakter komplementarny, łącznie determinując prawidłową realizację gospodarczej funkcji spółki akcyjnej[16]. Konstrukcja, jak i cel spółki akcyjnej polegają na możliwości pozyskania kapitału od szerokiego kręgu inwestorów i następnie umożliwiają realizację planów inwestycyjnych, przy rozłożeniu ryzyka gospodarczego proporcjonalnie do inwestycji. Te cechy sprawiły, że spółka akcyjna – w postaci spółki publicznej – to najczęściej występująca forma prawna spółki spośród spółek działających na rynku kapitałowym[17].

3.2.2. Rozdział własności od kontroli

W doktrynie podkreśla się nadrzędną rolę spółki akcyjnej – to na gruncie tej spółki odbywa się dyskusja dotycząca kluczowych zagadnień prawa handlowego[18] i ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*)[19].

M. Modrzejewska (red.), *Prawo...*, s. 276.

[16] Należy podkreślić, że pomimo zbieżnych poglądów w doktrynie odnośnie do cech i zasad konstytuujących spółkę akcyjną istnieją na tym polu rozbieżności w ich interpretacji. Szerzej: Ł. Gasiński, *Granice swobody...*, s. 295 i n.

[17] Przyjętą w UE zasadą jest umożliwienie uzyskania statusu spółki publicznej, rozumianej jako spółka giełdowa, przez spółki operujące w formie spółki akcyjnej, spółki komandytowo-akcyjnej lub spółki europejskiej. Spółka akcyjna może zatem zawsze uzyskać ten status. Status spółek notowanych na giełdzie mogą również uzyskać krajowe odpowiedniki spółek komandytowo-akcyjnych (np. francuska *société en commandite par actions*, belgijska *commanditaire vennootschappen op aandelen*, niemiecka *kommanditgesellschaft auf aktien* lub włoska *società in accomandita per azioni*). W związku z tym, że przeważającą większość spółek notowanych na rynkach regulowanych stanowią spółki akcyjne, w dalszej części niniejszej pracy przyjęte zostało założenie, że wszystkie spółki publiczne, spółki notowane na giełdzie operują w formie spółki akcyjnej.

[18] Szerzej: J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego...*, s. 2–14; S. Sołtysiński, [w:] S. Sołtysiński (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 17A. Prawo spółek kapitałowych*, Warszawa 2010, s. 1–30; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 89; A. Szumański, [w:] W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo...*, s. 644–650.

[19] C*orporate governance* jest pojęciem wieloznacznym, odmiennie definiowanym w zagranicznej i polskiej doktrynie oraz w dokumentach organizacji międzynarodowych i instytucji rynku kapitałowego. K. Oplustil podkreśla różnorodne znaczenie terminu *corporate governance* w zależności od zakresu przedmiotowego tego pojęcia. W wąskim, prawniczym rozumieniu tego terminu nacisk położony jest na alokację władzy i mechanizmy techniczno-prawne między właścicielami (wspólnikami) a wynajętymi przez nich zarząd-

Inwestycyjny charakter spółki akcyjnej, ściśle powiązany z zasadą rządów większości, oraz istnienie wyodrębnionej struktury organizacyjnej – odpowiedzialnej za zarządzanie – można łącznie określić mianem rozdziału własności od kontroli (ang. *separation of ownership and control*)[20]. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego funkcjonujące w spółce akcyjnej mają na celu łagodzenie skutków potencjalnego konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszami a zarządzającymi[21]. Niniejsza relacja, która może przyjąć postać konfliktu, opiera się na założeniu, że akcjonariusze (ang. *principals* – pryncypałowie) oraz menedżerowie (ang. *agents* – przedstawiciele) mogą mieć sprzeczne interesy w odniesieniu do spółki[22]. Relacje te określane są mianem konfliktu agencyjnego (ang. *agency conflict*)[23].

cami (wykwalifikowanymi menedżerami). W szerokim ujęciu K. Oplustil definiuje *corporate governance* jako system – zbiór współzależnych oraz komplementarnych instytucji prawnych i ekonomicznych mających na celu prawidłowe oraz efektywne funkcjonowanie spółek akcyjnych, jak też rozwiązywanie lub łagodzenie konfliktów osób zaangażowanych w spółce. Dla zachowania spójności definicyjnej termin *corporate governance* określany będzie w dalszej części pracy jako ład korporacyjny lub nadzór. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty…*, s. 1–12. W odniesieniu do węższego zakresu za K. Oplustilem: A. Szumański, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD (corporate governance)*, PPH 2000, nr 5, s. 1; M. Furtek, W. Jurcewicz, *Corporate governance – ład korporacyjny w spółkach kapitałowych*, PPH 2002, nr 6, s. 25 oraz w zakresie szerszego ujęcia terminu: K. Zalega, *Spór o pojęcie corporate governance*, Organizacja i Kierowanie 2000, nr 3, s. 83. Odnośnie do instytucjonalnego rozwinięcia tematu zob. także: Zasady ładu korporacyjnego OECD, http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[20] Szerzej: E. Fama, M. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, The Journal of Law & Economics 1983, nr 2, s. 301–325.

[21] Zob. J. Okolski, A. Opalski, *Porozumienie akcjonariuszy*, PPH 1999, nr 2, s. 8 i n.

[22] D. Millon, *Theories of the Corporation*, Duke Law Journal 1990, nr 2, s. 231.

[23] Zob. A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932.

Niniejszy konflikt[24] wynika głównie z różnicy celów: akcjonariuszom zależy na zysku i inwestycjach pomnażających ich kapitał[25], menedżerowie koncentrują się na tym samym w odniesieniu do swojej roli, tj. na osobistych korzyściach związanych z aktualnie wykonywaną funkcją[26]. Oportunizmowi w tym scenariuszu sprzyja ściśle związane ze stosunkiem agencji zjawisko asymetrii informacyjnej: menedżer zarządzający spółką posiada znacznie lepszą wiedzę na temat jej bieżącej sytuacji niż właściciel. Pryncypał, który może być zaangażowany kapitałowo w wiele inwestycji, opiera się na informacjach otrzymywanych od agenta. Ten ostatni może wykorzystać swoją przewagę informacyjną wynikającą ze znajomości spółki i odpowiednio dostosować zakres oraz treść informacji do odbiorcy[27]. W tym przypadku pryncypał, potencjalnie zaangażowany jednocześnie w wiele inwestycji, może nie dysponować odpowiednim zapleczem czasowym, finansowym lub merytorycznym, aby efektywnie spełniać kontrolę nad agentem. Nawet w sytuacji, gdy pryncypał jest zainteresowany nadzorem korporacyjnym,

[24] Jest to agencyjny konflikt wertykalny i dotyczy relacji pomiędzy sferą właścicielską a menedżerską spółki. W doktrynie podkreśla się również istnienie konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym a pozostałymi, mniejszościowymi akcjonariuszami. Sytuację tę określa się mianem agencyjnego konfliktu horyzontalnego. Szerzej: K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 24; S. Ross, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, The American Economic Review 1973, vol. 63, nr 2, s. 134–139; K. Eisenhardt, *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989, nr 1, s. 57–74 oraz C. Hill, T. Jones, *Stakeholder-Agency Theory*, Journal of Management Studies 1992, nr 29, s. 131–154.

[25] Można tym samym stwierdzić, że akcjonariusz spółki publicznej jest bardziej zainteresowany prawem do zysku i efektywnym obrotem wtórnym aniżeli wykonywaniem swojego prawa głosu i współdecydowaniem o losach spółki. Zob. E. Fama, M. Jensen, *Organizational Forms and Investment Decisions*, Journal of Financial Economics 1985, nr 14, s. 102.

[26] Sprzeczność interesów w spółce akcyjnej może również występować między akcjonariuszami a interesariuszami (np. wierzycielami lub pracownikami). Co do zasady niniejsze konflikty są regulowane przez inne gałęzie prawa niż prawo handlowe oraz prawo rynków kapitałowych. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 89.

[27] W takiej sytuacji pryncypał może ponosić koszty wynikające ze stosunku agencyjnego (ang. *agency costs*). Zob. M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,* Journal of Financial Economics 1976, nr 4, s. 305–360; B. Bernanke, M. Gertler, *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*, American Economic Review 1989, nr 1, s. 14–31.

w rozproszonym akcjonariacie może pojawić się zjawisko „racjonalnej apatii" (ang. *rational apathy*). Racjonalna apatia lub pasywność wynika z przeświadczenia akcjonariusza, że wyżej sygnalizowane koszty czasowe i finansowe poniesie za niego ktoś inny[28]. Brak koordynacji wspólnych działań akcjonariuszy jest potęgowany wzajemną nieufnością i niechęcią do poniesienia nakładów, w sytuacji gdy korzyści z inwestycji może odnieść inna osoba[29].

Zagadnienia i kwestie sporne dotyczące rozdziału własności od kontroli są bezpośrednio związane z modelem organizacyjnym funkcjonującym w danej spółce. Współcześnie wskazuje się na dwa podstawowe modele organizacyjne spółek – monistyczny i dualistyczny.

Model monistyczny, zwany jednoszczeblowym lub unitarnym (ang. *one-tier board*), zakłada istnienie obok walnego zgromadzenia jako forum realizowania uprawnień przez akcjonariuszy jednolitego organu, odpowiedzialnego zarówno za kierownictwo, jak i nadzór[30]. System dualistyczny, zwany też dwuszczeblowym (ang. *twotier board*), zakłada istnienie, obok walnego zgromadzenia jako forum realizowania uprawnień przez akcjonariuszy oraz organu zarządzającego, oddzielnego organu w postaci rady nadzorczej[31].

Ustawodawca europejski przewidział także możliwość połączenia dwóch wyżej wskazanych modeli organizacyjnych w ramach jednej spółki,

[28] Koszty te mogą dotyczyć np. uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, wykonywania prawa do informacji w spółce lub osobistego wykonywania prawa głosu. Szerzej: M. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review 1986, nr 2, s. 323–329.

[29] Problem kolektywnego działania (ang. *collective action problem*) oraz towarzyszące mu zjawisko tzw. jazdy na gapę (ang. *free rider problem*) są szeroko omawiane w literaturze. Por. S. Grossman, O. Hart, *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, The Bell Journal of Economics 1980, nr 1, s. 42–64; L. Cohen, *Holdouts and Free Riders*, The Journal of Legal Studies 1991, nr 2, s. 351–362.

[30] W spółkach zorganizowanych według modelu monistycznego funkcję tę pełni rada administrująca (niem. *Verwaltungsrat*, fran. *conseil d'administration*) lub rada dyrektorów (ang. *board of directors*). Por. K. Oplustil, *Instrumenty...,* s. 48; A. Opalski, *Europejskie prawo spółek – zasady prawa europejskiego i ich wpływ na polskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 303–305.

[31] Zob. J. Okolski, D. Opalska, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo...*, s. 273–279; A. Opalski, *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 303–305; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 48.

tj. konstrukcji spółki europejskiej, w której funkcjonować może zarówno model monistyczny, jak i model dualistyczny, zależnie od formy przyjętej w statucie spółki europejskiej[32].

Charakterystyka porównawcza obu modeli organizacyjnych pozwala na dyskusję w zakresie wyboru modelu o większej efektywności[33], niemniej jednak należy podkreślić tendencję swobody wyboru przez spółkę akcyjną, a w szczególności spółkę obecną na rynku regulowanym[34], systemu monistycznego lub dualistycznego – w zależności od swoich preferencji[35]. Roz-

[32] Por. o spółce europejskiej: A. Opalski, *Europejskie prawo spółek...*, s. 527–568; J. Napierała, *Europejskie prawo spółek. Prawo spółek Unii Europejskiej z perspektywy prawa polskiego*, Warszawa 2013, s. 312–328.

[33] Por. C. Jungmann, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany*, European Company and Financial Review 2006, nr 6, s. 426–474; C. Rose, *The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance*, Corporate Governance: An International Review 2005, nr 13, s. 691–701; S. Mintz, *A comparison of corporate governance systems in the U.S., UK and Germany*, Corporate Ownership and Control 2006, nr 3, s. 24–34; B. Millet-Reyes, R. Zhao, *A Comparison Between One-Tier and Two-Tier Board Structures in France*, Journal of International Financial Management & Accounting 2010, nr 3, s. 279–310; L. Kozioł, *Dualistyczny i monistyczny system nadzoru w spółce*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego 2009, nr 2/2, s. 681–691; T. Siemiątkowski, *Monistyczny model ładu korporacyjnego w spółce europejskiej jako alternatywny system zarządzania i nadzoru w korporacji*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa 2005, nr 57, s. 148–154.

[34] Jest to szczególnie istotne ze względu na utrudnioną możliwość bezpośredniej kontroli w spółce publicznej ze strony akcjonariusza, co w konsekwencji powoduje rozbieżność oczekiwań na linii akcjonariusz i organ zarządczy. Zob. D.B. Weaver, *The Corporation and the Shareholder*, The Annals of the American Academy of Political and Social Science 1962, vol. 343, nr 9, s. 84 i n.

[35] Zagadnienie to jest szeroko omawiane w zakresie europejskiego prawa spółek. W 2001 r. Komisja Europejska powołała Grupę Ekspertów (ang. *High Level Group of Experts on Company Law*), której przewodniczył Jaap Winter. Przygotowała ona raport dotyczący kształtu nowoczesnych regulacji prawa spółek w Europie oraz efektywnego modelu ładu korporacyjnego. W 2002 r. opublikowany został raport dotyczący kompleksowej modernizacji europejskiego prawa spółek. Zob. *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruksela 4 listopada 2002 r., http://www.notaries-of-europe.eu/files/position-papers/2002/DS3-reponse-cnue-17-06-02-en.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.). Uwagi w nim podnoszone znalazły swoje odzwierciedlenie w przyjętym w 2003 r. planie modernizacji prawa spółek

dział własności od kontroli jest istotny dla dalszych rozważań w zakresie spółki akcyjnej oraz spółki publicznej i egzemplifikuje szereg zjawisk charakterystycznych dla współczesnych spółek publicznych, przy czym zaznaczyć należy, że problematyka ta cechuje spółki akcyjne o odpowiedniej wielkości i nie jest wprost związana z ich obecnością w obrocie zorganizowanym.

3.3. Spółka akcyjna a spółka publiczna

3.3.1. Założenia porównawcze

Zwięzłe przedstawienie uniwersalnie zaakceptowanych cech modelowej spółki akcyjnej, ze szczególnym uwzględnieniem zjawiska rozdziału własności od kontroli, pozwala na poczynienie następujących dwóch podstawowych założeń.

Tak jak wskazano wcześniej, za podstawowy cel spółki akcyjnej należy uznać gromadzenie kapitału w celu realizacji przedsięwzięć gospodarczych[36]. Ze względu na ich skalę nie byłoby to możliwe bez istnienia odpowiednich rozwiązań prawnych. Stanowi to podstawowe uzasadnienie bytu spółki akcyjnej w obrocie. Stała się ona na tyle powszechną instytucją w obrocie gospodarczym, że obecnie można wyodrębnić jej kilka uniwersalnych cech, nawet mimo licznych różnic prawnych i doktrynalnych na świecie. Model regulacyjny spółki akcyjnej historycznie dotyczył jej konstrukcji ustrojowych, w tym przede wszystkim zagadnienia ochrony interesów akcjonariuszy i wierzycieli, również przed władzami spółki, co jest rezultatem rozdziału własności od kontroli.

i poprawy ładu korporacyjnego w UE, zwanym Planem Działania 2003. Por. G. Vossestein, *Modernization of European Company Law and Corporate Governance. Some Considerations on its Legal Limits*, Bedfordshire 2010, s. 32 i n. oraz M. Mataczyński, *Swoboda przepływu kapitału a złota akcja Skarbu Państwa*, Warszawa 2007, s. 258 i n.

[36] Por. J. Okolski, D. Wajda, *Cel spółki akcyjnej*, [w:] A. Kidyba, R. Skubisz (red.), *Współczesne problemy prawa handlowego. Księga Jubileuszowa dedykowana prof. dr hab. Marii Poźniak-Niedzielskiej*, Kraków 2007, s. 255–269.

Należy zatem zdecydowanie stwierdzić, że dla istnienia spółki akcyjnej nie jest konieczne funkcjonowanie rynku giełdowego[37]. Obrót giełdowy jest zjawiskiem wtórnym w odniesieniu do historycznej roli spółki akcyjnej. Nie oznacza to jednak, że spółce publicznej, w szczególności w zestawieniu z modelową spółką akcyjną, należy tym samym jednoznacznie przypisywać miano tzw. spółki niszowej[38]. Spółka publiczna jest zatem spółką akcyjną, dostosowaną reżimowo do spełniania wcześniej zaznaczonych celów gospodarczych spółki akcyjnej. Tym samym spółka publiczna wydaje się być spółką akcyjną w najbardziej zaawansowanej konstrukcyjnie postaci, poddanej autonomicznemu reżimowi rynku kapitałowego. Spółka publiczna jest zatem spółką o szczególnym unormowaniu w prawie polskim, posiadającą cechy spółki specjalistycznej[39].

3.3.2. Relacje pomiędzy spółką akcyjną a spółką publiczną

Wzajemne relacje pomiędzy spółką akcyjną a spółką publiczną można określić, opierając się na metodzie analizy typologicznej, za pomocą trzech płaszczyzn, które odpowiadają poszczególnym zespołom znamion charakterystycznych dla stosunków prawnych, związanych ze spółką publiczną[40]. Płaszczyzny te obejmują sferę funkcjonalną, ustrojowo-organizacyjną oraz ochrony akcjonariuszy.

Pierwsza płaszczyzna dotyczy sfery funkcjonalnej, która odnosi się do związku spółki publicznej z obrotem na rynku regulowanym i wynikającej

[37] W tym tonie także Ł. Franczak, *Spółka akcyjna a prawo akcyjne*, Limanowa 2016, s. 28. Autor wyraża trafny pogląd o wzajemnym oddziaływaniu na siebie prawa akcyjnego oraz prawa rynku kapitałowego. Teza o tym, że instytucja spółki akcyjnej mogłaby obyć się bez giełdy papierów wartościowych jest trafna, wątpliwości może budzić jednak przeświadczenie autora o tym, że spółka akcyjna również mogłaby spełniać swoją rolę bez dokumentu akcji. Ł. Franczak nie określa tego wprost, natomiast wydaje się, że autor odnosi się w tym wypadku do akcji w zdematerializowanej postaci.

[38] W doktrynie spółka publiczna traktowana jest najczęściej jako spółka pozakodeksowa i określana mianem tzw. „spółki niszowej". Konsekwencją tego założenia jest uwaga *de lege ferenda* stanowiąca o tym, że spółka publiczna powinna docelowo być regulowana przez k.s.h. Zob. M. Romanowski, *W sprawie pojęcia...*, s. 10.

[39] Tak: M. Michalski, *Spółki...*, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne...*, s. 47 i n.

[40] Szerzej: M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 83–233.

z tego cechy transparentności – zarówno wobec akcjonariuszy obecnych, jak i potencjalnych[41]. Tak jak wskazano w rozdziale drugim niniejszej pracy, rynek regulowany musi być rynkiem efektywnym, szczególnie pod względem informacyjnym. Transparentność ta jest ściśle związana z rozbudowanym reżimem prawnym rynku regulowanego, który nakłada na spółkę publiczną, notowaną na rynku regulowanym, szczególny zakres reguł i mechanizmów w obszarze ujawniania informacji o zdarzeniach i faktach jej dotyczących. Jest to jeden z elementów obowiązków informacyjnych związanych ze statusem formalnym spółki akcyjnej i obrotem jej zdematerializowanymi akcjami na rynku regulowanym[42]. Ten szczególny zakres reguł i mechanizmów wynikający z obecności spółki publicznej na rynku kapitałowym[43], choć oczywiście nie wyklucza rezygnacji z kodeksowych przepisów dotyczących funkcjonowania spółki akcyjnej, powoduje również liczne wątpliwości dotyczące wzajemnej relacji tych przepisów, jak i ich interpretacji. Podkreślając liczne wady legislacyjne regulacji k.s.h. oraz prawa rynku kapitałowego w odniesieniu do spółki publicznej, A. Chłopecki wskazuje również na genezę tych rozwiązań. Wynika to z rozróżnienia „prawa rynku" (łac. *lex mercatorum*) oraz „prawa spółki" (łac. *lex societatis*). Rozróżnienie opiera się na założeniu, że jeśli pojęcie *lex societatis*, zdefiniowane jako negacja *lex mercatorum*, obejmuje swym zakresem stany prawne dotyczące spółki akcyjnej w zakresie powstawania i kreowania relacji (np. prawo głosów w spółce), to pojęcie *lex mercatorum* obejmuje swym zakresem stany prawne, które nie dotyczą sytuacji spółki akcyjnej w zakresie powstawania i kreowania relacji korporacyjnych (np. transakcja zawarta na rynku regulowanym)[44]. Autor słusznie zwraca uwagę, że podział ten nie

[41] *Ibidem*, s. 83.

[42] Zob. M. Michalski, *Spółki...*, s. 149–172; T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 54–137; J. Kołacz, *Prawo inwestora...*, s. 188–321. Ogólnie, po stronie spółki publicznej, obok obowiązków związanych z obecnością na rynku regulowanym wskazać należy również obowiązki informacyjne związane z zaistnieniem akcji w obrocie (np. prospekt emisyjny), które szczegółowo omówiono w rozdziale czwartym.

[43] Co nie jest jednak jednoznaczne na gruncie prawa polskiego. Problematyka ta stanowi przedmiot rozważań w dalszej części rozdziału.

[44] Zob. A. Chłopecki, *Regulacje spółki publicznej a kodeks spółek handlowych*, PPH 2015, nr 4, s. 55–58.

jest zupełny i współczesna problematyka spółki publicznej uniemożliwia jednoznaczne umiejscowienie niektórych zagadnień w obrębie tej dychotomicznej klasyfikacji. Problem ten dotyczył m.in. kreacji akcji w postaci zdematerializowanej, co jest przedmiotem regulacji u.o.i.f., jak i kreacji akcji w formie materialnej regulowanej przez k.s.h. Swoistym łącznikiem w zakresie sfery funkcjonalnej spółki publicznej pomiędzy regulacją Kodeksu spółek handlowych i środowiskiem korporacyjnym a przepisami rynku kapitałowego i obrotem na rynku regulowanym staje się akcjonariusz, który płynnie przemieszcza się pomiędzy regulacjami obu tych sfer[45].

Druga płaszczyzna typologiczna określająca relację pomiędzy modelową spółką akcyjną a spółką publiczną dotyczy ustrojowo-organizacyjnych zagadnień. Modyfikacja reżimu rynku regulowanego względem przepisów Kodeksu spółek handlowych wynika przede wszystkim ze zjawiska rozproszenia akcjonariatu na rynku regulowanym. Choć przepisy k.s.h. są przystosowane do zagadnień związanych z masowym, rozproszonym akcjonariatem, z uwagi na charakterystyczny dla rynku kapitałowego permanentny stan zmienności akcjonariatu konieczne w tym zakresie są dodatkowe regulacje. Różnice ustrojowo-konstrukcyjne, w szczególności dotyczące sfery zarządzania spółką, mają na celu odpowiednią regulację masowego, zorganizowanego obrotu i przeciwdziałanie m.in. zjawisku asymetrii informacji. Wynikają także z relacji pomiędzy akcjonariuszem a odpowiednio spółką akcyjną modelową i niepubliczną a spółką publiczną, której akcje są przedmiotem na rynku regulowanym. Jednoznacznie należy wskazać, że co do zasady akcjonariusz spółki publicznej[46] jest inwestorem, kupującym dane

[45] M. Glicz określa to mianem dualizmu stosunku akcjonariusza i spółki. Zob. M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 123.

[46] Przytoczone pojęcie akcjonariusza nie uwzględnia tzw. akcjonariuszy strategicznych bądź większościowych, jak np. Skarb Państwa, w odniesieniu do spółek z dominującym udziałem Skarbu Państwa. Szerzej o nadzorze w zakresie spółek Skarbu Państwa zob. J. Okolski, R. Żebrowski, *Nowy model zarządzania i nadzoru nad spółkami Skarbu Państwa*, [w:] P. Pinior (red.), *Prawo handlowe. Między teorią, praktyką a orzecznictwem. Księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Januszowi A. Strzępce*, Warszawa 2019, s. 205–215, oraz J. Okolski, R. Żebrowski, *Aktualne problemy regulacji spółek z udziałem Skarbu Państwa i państwowych osób prawnych*, [w:] A. Dańko-Roesles, M. Leśniak, M. Skory, B. Sołtys (red.), *Ius est ars boni et aequi: Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Józefowi Frąckowiakowi*, Wrocław 2018, s. 821–832. Zagadnienia związane z prawem holdingowym

akcje w celu osiągnięcia zysku ze wzrostu kursu rynkowego lub uzyskania dywidendy. Akcjonariusz ten, który bywa określany mianem akcjonariusza spekulacyjnego[47], nie musi być zatem zainteresowany zarządzaniem spółką, wykonywaniem swoich praw korporacyjnych czy sprawowaniem określonych funkcji, co jest charakterystyczne dla modelu akcjonariusza aktywnego[48]. Odmienny stopień powiązania majątkowego ma również odzwierciedlenie w ryzyku ponoszonym przez akcjonariusza i niemal natychmiastowej możliwości wyjścia z inwestycji, co nie jest łatwo osiągalne w odniesieniu do sprzedaży akcji spółki niepublicznej.

Trzecia płaszczyzna reguluje wewnątrzkorporacyjne i pozakorporacyjne konstrukcje ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej. Problematyka ochrony akcjonariuszy mniejszościowych dotyczy również szeregu aspektów natury ustrojowo-konstrukcyjnej, w tym m.in. specyficznych rozwiązań w odniesieniu do wybranych instytucji, np. żądania przymusowego wykupu akcji spółki publicznej (ang. *squeeze-out*), żądania przymusowego odkupu akcji spółki publicznej (ang. *sell-out*), a także prawa powołania biegłego rewidenta do spraw szczegółowych[49]. Jako rozwiązania mające na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych należy również wskazać mechanizmy związane z instytucją wezwania publicznego, jak i zniesienia dematerializacji spółki publicznej, czyli obecnie wycofania

są obecnie przedmiotem wzmożonej dyskusji ze względu na zmiany legislacyjne w tym zakresie proponowane przez ministra aktywów państwowych. Zob. projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, numer z wykazu prac legislacyjnych UD113, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12336750/12704852/12704857/dokument478433.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.) List otwarty krytyczny wobec planowanych zmian podpisali m.in.: S. Sołtysiński, T. Sójka, A. Opalski, K. Zacharzewski. W trakcie procesu legislacyjnego wyłączono spółki publiczne z zakresu obowiązywania przepisów w odniesieniu do spółek zależnych. Por. *List otwarty w sprawie projektu prawa grup spółek*, Rzeczpospolita, 7 października 2020 r., s. A14; A. Opalski, *Projekt prawa grup spółek, czyli skok na Spółki Skarbu Państwa*, Rzeczpospolita, 18 sierpnia 2020 r., s. A14; tenże, *Projekt prawa spółek, czyli historia legislacyjnej porażki*, Rzeczpospolita 24–27 grudnia 2020 r., s. A13; A. Szumański, *Prawo grup spółek: nieaktualne zarzuty*, Rzeczpospolita, 15 października 2020 r., s. A13. Zob. także M. Tąkiel, A. Anduła, *Introduction of the Holding Law regulation in Polish companies*, Legal Industry Reviews 2023, nr 1, s. 24.

[47] M. Michalski, *O pojęciu...*, s. 7.

[48] T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 28–29.

[49] M. Michalski, *Spółki...*, s. 106 i n.

z obrotu zorganizowanego, które będzie przedmiotem analizy w rozdziale szóstym.

Przedstawienie trzech płaszczyzn relacji spółki akcyjnej publicznej oraz spółki akcyjnej modelowej pozwala na potwierdzenie założenia o szczególnym i specjalistycznym charakterze spółki publicznej, której nie można jednak odebrać przymiotu spółki akcyjnej. Spółka ta spełnia wyjątkową rolę w obrocie ze względu na reżim regulacyjny[50], w jakim się znajduje, i ma to bezpośrednie konsekwencje w postaci praw, jak i obowiązków – zarówno po stronie spółki, jak też inwestorów oraz innych uczestników obrotu[51].

3.4. Koncepcje definicyjne spółki publicznej w prawie polskim

Wraz z wejściem w życie przepisów u.o.p. w 2005 r. zrezygnowano z pojęcia publicznego obrotu i wprowadzono kryterium dematerializacji akcji jako podstawę definicji legalnej spółki publicznej[52]. Definicja ta, choć spotkała się z uzasadnioną krytyką, przetrwała prawie piętnaście lat. Stan rzeczy uległ zmianie w 2019 r. wraz z wejściem w życie przepisów nowelizacji u.o.p., gdy za kryterium kwalifikacji spółki jako spółki publicznej uznano dopuszczenie jej akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie ich do alternatywnego systemu obrotu. Analiza obu definicji jest niezbędna w celu oceny ewolucji spółki publicznej w prawie polskim, jak i odejścia od

[50] K. Oplustil określa nowelizację k.s.h. z 5 grudnia 2008 r. mianem „apogeum" procesu wyodrębniania szczególnego reżimu regulacyjnego spółki publicznej. Autor podkreśla, że regulacje w zakresie spółki publicznej nie mają charakteru systemowego, lecz są „rozproszone" i mogą stanowić zarówno *lex specialis* względem modelowej spółki akcyjnej, jak i dodatkową regulację wykraczającą poza wymogi przewidziane dla spółek niepublicznych lub wynikają z prawa UE. Co więcej, regulacje o charakterze korporacyjnym dotyczące spółki publicznej uwzględniono nie w k.s.h., a w u.o.p. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 121–122.

[51] Szerzej: J. Okolski, D. Wajda, *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, PPH 2005, nr 6, s. 4–9.

[52] M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 70.

kryterium dematerializacji akcji jako podstawy do kwalifikacji spółki akcyjnej jako spółki publicznej[53].

3.4.1. Spółka publiczna w świetle definicji opartej na kryterium dematerializacji akcji

3.4.1.1. Geneza

Na gruncie prawa polskiego pojęcie spółki publicznej zostało pierwotnie wprowadzone na mocy nowelizacji p.p.o.p.w. 1991 i weszło w życie 14 lutego 1994 r.[54] Do ustawy dodano art. 52d, stanowiący, że poprzez pojęcie spółki publicznej należy rozumieć spółkę, której akcje chociaż jednej emisji zostały dopuszczone i są w publicznym obrocie. Ponadto spółka publiczna zobowiązana była do wprowadzenia do publicznego obrotu każdej kolejnej emisji akcji, pod rygorem sankcji uchylenia zgody KPW na dopuszczenie jej akcji do publicznego obrotu. Definicja spółki publicznej na gruncie p.p.o.p.w. 1991 opierała się na dwóch założeniach: dopuszczeniu akcji do publicznego obrotu[55] oraz zapewnieniu, że kolejne emisje akcji spółki publicznej będą również przedmiotem tego publicznego obrotu. Te dwa założenia stanowią o tym, że art. 52d p.p.o.p.w. 1991 nie tylko definiował spółkę publiczną, lecz także bardzo zapobiegliwie wykluczał odgórnie

[53] W zakresie kompleksowego zestawienia definicji spółki publicznej, szczególnie przed wejściem w życie przepisów u.o.p., zob. K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 67.

[54] Art. 52d dodany przez art. 1 pkt 37 ustawy z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz. U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17).

[55] Na gruncie przepisów art. 1 § 1 p.p.o.p.w. 1991 pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi oznaczało proponowanie nabycia, rozumiane jako nabywanie lub przenoszenie praw z emitowanych w serii papierów wartościowych, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli proponowane nabycie skierowane było do więcej niż 300 osób albo do nieoznaczonego adresata. Wyjątek w tym zakresie stanowiły m.in. akcje udostępniane pracownikom w ramach prywatyzacji dokonywanej przez Skarb Państwa.

ewentualność istnienia akcji spółki publicznej, które są przedmiotem publicznego obrotu, jak i akcji, które są poza tym obrotem[56].

Konsekwentnie po wejściu w życie przepisów p.p.o.p.w. 1997, zgodnie z art. 4 pkt 9 tejże ustawy, spółkę publiczną zdefiniowano w zbliżony sposób – jako spółkę, której akcje co najmniej z jednej emisji są dopuszczone do publicznego obrotu[57]. Spółką publiczną w rozumieniu p.p.o.p.w. 1997 była zatem spółka[58], której akcje lub też, zgodnie z art. 64 p.p.o.p.w. 1997, obligacje zamienne na akcje – były dopuszczone do publicznego obrotu[59].

Zarówno przepisy p.p.o.p.w. 1991, jak i p.p.o.p.w. 1997 uzależniały kryterium uznania spółki akcyjnej za spółkę publiczną od administracyjnej zgody wydanej odpowiednio przez KPW, a później przez KPWiG[60]. M. Michalski podkreśla, że regulacje zawarte w obu ustawach były zależne

[56] Tak: M. Michalski, *O pojęciu...*, s. 4 oraz R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Komentarz*, Warszawa 1996, s. 121–122.

[57] W p.p.o.p.w. 1997 nieznacznej zmianie uległo pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi, które zgodnie z art. 2 pkt 1 ustawy oznaczało proponowanie nabycia lub nabywanie emitowanych w serii papierów wartościowych, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli propozycja skierowana jest do więcej niż 300 osób albo do nieoznaczonego adresata. Na gruncie ustawy został dodatkowo rozszerzony katalog wyłączeń. R. Czerniawski podkreśla natomiast, że przepisy p.p.o.p.w. 1997 nie zawierały definicji papieru wartościowego emitowanego w serii, co było negatywną zmianą względem p.p.o.p.w. 1991. Zob. R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...,* s. 17–18.

[58] W literaturze podkreśla się, że ówczesne kryterium było oparte na dopuszczeniu akcji do publicznego obrotu i na gruncie p.p.o.p.w. 1997 za spółkę publiczną mogła być uznana zarówno spółka mająca siedzibę na terytorium RP, jak i poza nim. Miało to jednak konsekwencje w różnicach w zakresie obowiązków informacyjnych. Zob. M. Michalski, [w:] A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 181–182.

[59] Zgodnie z art. 64 p.p.o.p.w. 1997 dopuszczenie do publicznego obrotu obligacji zamiennych było równoznaczne z dopuszczeniem do publicznego obrotu akcji emitowanych w celu realizacji uprawnień obligatariuszy wynikających z tych obligacji. Tym samym obligacje zamienne stanowiły dodatkową kategorię papierów wartościowych, których dopuszczenie do obrotu publicznego stanowiło o uznaniu spółki akcyjnej za spółkę publiczną. Por. M. Romanowski, *Prawo o publicznym...*, s. 131; R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...*, s. 45.

[60] M. Michalski, *Spółki...*, s. 70–71.

od etapu kształtowania się rynku kapitałowego w Polsce i konieczności zapewnienia przez ustawodawcę zależności na dwóch płaszczyznach: umożliwienia rozwoju rynku kapitałowego, jak i konieczności ochrony uczestników obrotu, w tym przede wszystkim inwestorów[61]. Odzwierciedleniem tego stała się, określona w art. 5 oraz art. 89 p.p.o.p.w. 1997, zasada przymusu rynku regulowanego, zgodnie z którą – poza wyjątkami wskazanymi w ustawie[62] – obrót wtórny papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu dokonywany był na rynku regulowanym[63]. Przymus rynku regulowanego pozwolił na określenie wyłącznie jednej płaszczyzny obrotu papierami wartościowymi, jak i ułatwił nadzór w tym zakresie[64]. Nadzór administracyjny związany z emisją i obrotem papierami wartościowymi oraz instrumentami finansowymi wynika ze szczególnego potencjału tego rynku do nadużyć[65]. Zasada przymusu rynku regulowanego umożliwiła również, w zakresie regulacji rynku kapitałowego, objęcie spółki publicznej jednolitym reżimem prawnym, co nakładało na spółkę publiczną obowiązek podlegania tym samym regułom obrotu, jak i obowiązkom, szczególnie w zakresie przekazywania informacji.

Podsumowując, należy uznać, że powiązanie statusu spółki publicznej z pojęciem publicznego obrotu papierami wartościowymi świadczyło

[61] M. Michalski, *O pojęciu...*, s. 4.

[62] Zasada przymusu rynku regulowanego na gruncie p.p.o.p.w. 1997 nie była jednak zasadą bezwzględnie obowiązującą i istniał szereg wyjątków umożliwiających obrót papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu publicznego poza rynkiem regulowanym. Zob. R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...,* s. 266–276.

[63] Zgodnie z art. 4 pkt 14 p.p.o.p.w. 1997 pojęcie rynku regulowanego oznaczało system obrotu dopuszczonymi do obrotu publicznego instrumentami finansowymi, działający w sposób stały, zorganizowany na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również zapewniający, że przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia tych instrumentów finansowych inwestorzy mają powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie oraz że zachowane są jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów. Rynek ten mógł być tworzony przez spółkę prowadzącą giełdę lub spółkę prowadzącą rynek pozagiełdowy.

[64] M. Michalski, [w:] A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo...*, s. 816–817.

[65] M. Wierzbowski, M. Dyl, [w:] M. Wierzbowski (red.), *Prawo administracyjne*, Warszawa 2012, s. 352.

o chęci ustawodawcy do zapewnienia zupełności systemu regulacyjnego, czyli objęcia nim wszystkich emitentów akcji dopuszczonych do publicznego obrotu, które były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym[66].

3.4.1.2. Istota kryterium definicyjnego

Wejście w życie przepisów u.o.p. oraz u.o.i.f. w 2005 r. spowodowało fundamentalną zmianę legislacyjną w postaci odejścia od terminu publicznego obrotu, który był centralnym pojęciem regulacji zawartych w p.p.o.p.w. 1991 oraz p.p.o.p.w. 1997. Zmiana ta spowodowała redefinicję siatki pojęciowej rynku kapitałowego wraz z jej elementarnymi pojęciami. Zmianie tej poddana została również definicja legalna spółki publicznej.

Definicji spółki publicznej w brzmieniu sprzed nowelizacji u.o.p., wciąż pozostającej prywatną spółką akcyjną o szczególnym charakterze[67], można w pierwszej kolejności poszukiwać na gruncie prawa handlowego. Pojęcie to występuje na gruncie przepisów k.s.h., jednakże w zakresie definicji tej spółki art. 4 § 1 pkt 6 k.s.h. odsyłał do definicji legalnej zawartej w u.o.p. Zgodnie z definicją uwzględnioną w art. 4 pkt 20 u.o.p. za spółkę publiczną uważana była spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów u.o.i.f., z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych – zgodnie z ówczesnym brzmieniem art. 5a ust. 2 u.o.i.f. Przepisy u.o.i.f., stosownie do art. 3 pkt 26, określają spółkę publiczną poprzez odesłanie do przepisów u.o.p. Powyższa definicja spółki publicznej, pomimo posiadania przymiotu definicji klasycznej, obciążona była wadą w postaci licznych odesłań do innych aktów prawnych[68]. Próba zdefiniowania spółki publicznej, newralgicznego terminu dla siatki pojęciowej rynku kapitałowego, wymagała zatem sięgnięcia kolejno do przepisów k.s.h., u.o.p., u.o.i.f. i następnie ponownie do u.o.p.[69] Niniejszy sposób regulacji definicji pojęcia spółki publicznej,

[66] Tak: M. Michalski, *Spółki...*, s. 70.

[67] Zob. M. Romanowski, *W sprawie pojęcia...*, s. 10.

[68] M. Glicz podkreśla, że jest to jednak definicja klasyczna – odnosi się do treści danej nazwy i opiera się na wskazaniu najbliższego rodzaju i różnicy gatunkowej. Zob. M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 70.

[69] A. Chłopecki określa definicję legalną spółki publicznej mianem czołowego przykładu

określany mianem „kaskadowego", wymagał również pomocniczego skorzystania m.in. z art. 5–7 u.o.i.f. obejmujących swym zakresem pojęcie systemowej dematerializacji papieru wartościowego[70]. M. Wierzbowski oraz P. Wajda wskazują na dwa istotne wyłączenia w zakresie uzyskania statusu spółki publicznej w odniesieniu do definicji opartej na kryterium dematerializacji akcji[71]. Statusu spółki publicznej nie można przypisać spółce, która emituje akcje przyjmujące wyłącznie postać zmaterializowaną, nawet gdy spółka ta jest emitentem innych niż akcje zdematerializowanych papierów wartościowych. Ponadto spółki z siedzibą poza terytorium RP, których akcje zostały zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych na podstawie przepisów art. 5 ust. 2 u.o.i.f., są wyłączone z mocy prawa z możliwości uzyskania statusu spółki publicznej.

Łączna interpretacja powyższych przepisów pozwala na uchwycenie istoty kryterium definicyjnego spółki publicznej, która oparta jest na dematerializacji systemowej jej akcji. Wskazuje się, że dematerializacja akcji nie stanowiła cechy spółki publicznej, lecz cechę niektórych jej akcji[72]. Stanowczo należy podkreślić w tym miejscu, że nie wydaje się, aby ówcześnie zagadnienie nowej definicji spółki publicznej było przedmiotem szczególnej refleksji ze strony ustawodawcy[73]. W uzasadnieniu do projektu u.o.p. z 2005 r.[74] lakonicznie wskazywano na fakt, że definicja spółki publicznej ulegnie zmianie w związku z wprowadzeniem procedury dematerializacji

„chaosu legislacyjnego", nad którym, wraz ze wzrostem złożoności systemu prawnego, ustawodawca zdaje się nie panować. Zob. Chłopecki, *Regulacje...*, s. 55.

[70] Tak: K. Zacharzewski, *Głos w dyskusji...*, s. 35.

[71] M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 20.

[72] Tak: M. Romanowski, *W sprawie pojęcia...*, s. 10.

[73] K. Grabowski podkreśla, że sama dematerializacja akcji może w myśl tej definicji nie być wystarczającym kryterium. Należy również ustalić, w jakim trybie zostały zdematerializowane jej akcje. Autor w sposób krytyczny, lecz trafny parafrazuje ustawową definicję, przyjmując: „że być może spółką publiczną jest spółka, której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi". Szerzej: K. Grabowski, *Dyrektywa o niektórych prawach...*, s. 538.

[74] Uzasadnienie rządowego projektu o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (druk 3970 z dnia 26 kwietnia 2005 r.), s. 6.

związanej z przeprowadzeniem publicznej oferty lub dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym, co – jak twierdził ustawodawca – zastępowało wcześniejszą procedurę wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu. Dodatkowo przepisy polskie dotyczące spółki publicznej były unikalne w sensie normatywnym na tle innych państw UE, jak i na tle siatki pojęciowej prawa UE. Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy, zaimplementowana przez nowelizację k.s.h. w 2008 r., obejmowała swoim podmiotowym zakresem wyłącznie spółki rynku regulowanego[75]. Polska definicja zbędnie rozszerzała to pojęcie, pogłębiając zacieranie się różnicy pomiędzy spółką publiczną (giełdową) w prawie UE a spółką publiczną w rozumieniu prawa polskiego[76].

Oparcie kryterium definicyjnego spółki publicznej na dematerializacji akcji pozwalało także na nakreślenie trzech modelowych sytuacji, które pozwalają na uznanie spółki akcyjnej, teoretycznie spółki komandytowo-akcyjnej[77], za spółkę publiczną. Zgodnie z art. 5 u.o.i.f. oraz art. 12 u.o.p. dematerializacja akcji dotyczyła bowiem akcji spółek, które były przedmiotem oferty publicznej, były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Tym samym niezbędnym warunkiem dla zaistnienia spółki publicznej w obrocie jest poddanie jej akcji procedurze dematerializacyjnej.

[75] Szerzej: K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 238. Por. K. Oplustil, *Recenzja – Dyrektywa o prawach akcjonariuszy. Studium tworzenia prawa i przewodnik po dyrektywie, Oficyna Allerhanda, Kraków–Warszawa 2014, 430 stron*, Prakseologia 2015, tom 1, s. 248–261.

[76] Tak: M. Romanowski, *W sprawie pojęcia...*, s. 14.

[77] Według stanu na 20 lutego 2021 r. na terytorium RP nie funkcjonowała spółka komandytowo-akcyjna mająca status spółki publicznej. Zastrzeżenie teoretycznie wynika z nieformalnego stanowiska GPW, zgodnie z którym – w świetle obecnych regulacji wewnętrznych GPW – nie jest możliwe notowanie akcji spółek komandytowo-akcyjnych w obrocie zorganizowanym. Szerzej na ten temat R. Lewandowski, *Publiczna spółka komandytowo-akcyjna*, MP 2007, nr 19, s. 1039–1043. Por. K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 71 oraz A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 262.

Powyższe trzy sytuacje mają jednak charakter modelowy. W praktyce w obrocie prawnym, w myśl definicji spółki publicznej opartej na kryterium dematerializacji jej akcji, mogły zaistnieć spółki publiczne, których akcje[78]:

(i) będą przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w następstwie: przeprowadzonej oferty publicznej połączonej z późniejszym ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym bądź dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym bez przeprowadzenia oferty publicznej;

(ii) będą przedmiotem wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu, a emitent sam zdecyduje o ich dematerializacji, albo też wymagać tego będą regulacje właściwe dla danego alternatywnego systemu obrotu, które nałożą na emitenta obowiązek wcześniejszego zdematerializowania akcji przed wprowadzeniem do obrotu;

(iii) będą wyłącznie przedmiotem oferty publicznej, w ramach której emitent zdecydował o dokonaniu dematerializacji akcji.

Mnogość powyższych scenariuszy ma negatywny skutek w postaci rozmaitych reżimów prawnych, którym mogą podlegać spółki publiczne.

3.4.1.3. Konsekwencje

Rezygnacja z zasady przymusu rynku regulowanego oraz pojęcia publicznego obrotu wymagała od ustawodawcy wyodrębnienia zdarzenia prawnego, poprzedzającego wprowadzenie akcji do obrotu na rynku regulowanym i nadanie spółce akcyjnej miana spółki publicznej. Za odpowiednie kryterium uznano dematerializację jej akcji, czyli zapis akcji spółki na rachunku papierów wartościowych. Tym samym trafne kryterium definicyjne zostało w sposób sztuczny przeniesione na regulacje właściwe dla poszczególnych płaszczyzn obrotu, odpowiednio Regulaminu GPW[79] oraz Regulaminu ASO[80]. W obu regulaminach, co do zasady, istnieje wymóg obrotu zde-

[78] Podział zaproponowany przez M. Michalskiego. Zob. M. Michalski, *Spółki...*, s. 82–83.

[79] Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., ze zm.

[80] Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, wraz z załącznikami, w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 1 marca 2007 r., ze zm.

materializowanymi akcjami. Stanowi to w pewnym stopniu przeniesienie ciężaru definicyjnego z u.o.i.f., aktu prawnego o randze ustawowej, na regulaminy poszczególnych rynków, które nie są przecież prawem powszechnie obowiązującym[81]. Jednakże należy pamiętać, że art. 5 ust. 3 pkt 2 u.o.i.f. dozwala fakultatywną dematerializację w przypadku papierów wartościowych wprowadzonych do obrotu alternatywnego. Oznacza to, że akcje spółki wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu mogły nie podlegać dematerializacji, jeżeli spółka akcyjna tak postanowiła. Tym samym nie uzyskała statusu spółki publicznej. Możliwa teoretycznie byłaby zatem sytuacja, kiedy w tym samym segmencie obrotu uczestniczyły zarówno spółki publiczne, jak i spółki akcyjne, które nie są spółkami publicznymi, co – jak trafnie argumentuje K. Grabowski – rozwiązywane było dotychczas na gruncie Regulaminu ASO[82]. Co więcej, na podstawie tej definicji podkreślano również możliwość, że spółka, która zdematerializowała swoje akcje z zamiarem przeprowadzenia oferty publicznej i wprowadzenia ich do obrotu na rynku regulowanym albo do alternatywnego systemu obrotu NewConnect, ale tego ostatecznie nie dokonała, także może być uważana za spółkę publiczną[83]. W rezultacie w obrocie prawnym mogły występować spółki publiczne, których akcje pozostają poza rynkiem regulowanym, w tym także spółki, których akcje nie znajdują się nawet w alternatywnym systemie obrotu. Należy kategorycznie stwierdzić, że nie istnieje

[81] J. Róg-Dyrda wskazuje jednak, że jeśli przyjmiemy założenie funkcjonowania rynku kapitałowego na podstawie zespołu norm, który tworzą dyrektywy i rozporządzenia, przepisy krajowe, które implementują dyrektywy, oraz tzw. *soft law* – kategorię miękkiego prawa, w wypadku którego podkreśla się jego niewiążący charakter – określenie charakteru Regulaminu GPW może budzić wątpliwości. Jest to akt o naturze kontraktowym, który jednocześnie zatwierdzany jest przez organ nadzoru i reguluje sposób funkcjonowania samego rynku. Regulamin GPW może tym samym nawet nabierać cechy aktu publicznoprawnego. Zob. J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami*, Warszawa 2018, s. 228.

[82] K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 276. Por. M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 66.

[83] Zob. K. Grabowski, *Dyrektywa o niektórych prawach...*, s. 539–541. Sytuacja ta byłaby szczególnie trudna dla akcjonariuszy takiej spółki z uwagi na fakt, że nie podlegaliby ochronie wynikającej z płaszczyzny rynku regulowanego i nie mogliby także zbyć akcji na rynku.

żadne – zarówno praktyczne, jak i merytoryczne – uzasadnienie, aby pozbawienie akcji formy dokumentu papierowego stanowiło cechę charakterystyczną akcji spółki publicznej jako przymiotu właściwego wyłącznie akcjom spółki publicznej[84]. Dematerializacja akcji jest bowiem faktem cywilizacyjnym[85].

Ustawodawca, niestety, nie zdawał się rozróżniać pojęć – dematerializacja obligatoryjna i dematerializacja fakultatywna, co skutkowało wykroczeniem zakresowym kategorii spółek publicznych poza zamknięty dotąd obszar regulacyjny zarezerwowany dotychczas dla rynku regulowanego[86]. Sytuacja ta spowodowała powstanie odmiennych reżimów prawnych w odniesieniu do spółek publicznych, które zależne są zarówno od wariantu przeprowadzonej dematerializacji, jak i od płaszczyzny obrotu. Podzielić należy pogląd[87], zgodnie z którym spółką publiczną w myśl art. 4 pkt 20 u.o.p. w poprzednim brzmieniu mogła być bowiem spółka publiczna o wielomiliardowej kapitalizacji, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, na podstawie zatwierdzonego administracyjnie prospektu emisyjnego i przeprowadzonej ofercie publicznej, jak również spółka o kilkumilionowej kapitalizacji notowana w ramach alternatywnego systemu obrotu, która przedstawiła dokument informacyjny o ograniczonym zakresie[88]. Obie formy zorganizowanego obrotu różnią się przecież reżimem prawnym, w szczególności pod względem obowiązków informacyjnych[89]. Co więcej, spółką publiczną będzie spółka, której akcje były

[84] Zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 123.

[85] Tak: M. Romanowski, *W sprawie pojęcia...*, s. 14.

[86] Za spółkę publiczną w myśl tej definicji uważa się spółkę, której akcje podlegały obligatoryjnej dematerializacji w świetle art. 5 ust. 1 w zw. z ust. 3 u.o.i.f. oraz dopuszczeniu ich do obrotu na rynku regulowanym, jak również spółki, których akcje nie były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, a zostały poddane dematerializacji fakultatywnej. Zob. M. Michalski, *Spółki...*, s. 73.

[87] Tak: A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 35.

[88] Zgodnie z Biuletynem Statystycznym NewConnect za 2019 r. na koniec tego okresu notowanych było aż 58 spółek o kapitalizacji poniżej 2 mln PLN. Zob. GPW, *Biuletyn statystyczny NewConnect za 2019 r.*, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/statystyki/statystyki_roczne/2019_NC.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[89] M. Michalski podkreśla, że reżim prawny będzie najbardziej rygorystyczny dla spółki publicznej, której akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym. Alternatywny

wyłącznie przedmiotem oferty publicznej i w tym znaczeniu reżim będzie mniej restrykcyjny od dwóch form zorganizowanego obrotu, tj. rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu. Najbardziej wyrazistym przykładem ukazującym wady prezentowanej definicji, jak i mnogości reżimów jest Elektrim S.A. – spółka publiczna, której akcje zostały wykluczone z obrotu na rynku regulowanym w 2008 r., a mimo to spółka ta zachowała status spółki publicznej w myśl poprzedniej definicji[90].

K. Grabowski trafnie ocenia, że omawiany stan prawny powodował współistnienie spółek „całkiem publicznych" – notowanych lub ubiegających się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym, „trochę publicznych" – notowanych w ramach ASO oraz „prawie wcale niepublicznych", czyli spółek pozostających poza obrotem zorganizowanym, które zdematerializowały akcje z zamiarem przeprowadzenia oferty publicznej, lecz jej ostatecznie nie przeprowadziły lub nie doszła ona do skutku, albo z zamiarem wprowadzenia ich do ASO, co nie nastąpiło w wyniku rezygnacji lub braku uzyskania zgody[91]. Zjawisko to można nazwać niejednorodnością spółek publicznych, które mają różny status, nie tylko w obrębie zorganizowanego rynku kapitałowego, lecz nawet poza nim[92]. Jest to również zgodne

system obrotu cechuje się mniejszym zakresem regulacji, lecz dopuszczalna jest także sytuacja o najmniejszym reżimie regulacyjnym, która dotyczy spółki publicznej, która przeszła wyłącznie ofertę publiczną. Zob. M. Michalski, *Spółki...*, s. 73.

[90] Spółka Elektrim S.A. była notowana od 1992 r. na rynku regulowanym GPW warszawskiej GPW. Na wniosek spółki i po wykluczeniu z obrotu akcje Elektrim S.A. pozostały zdematerializowane w rozumieniu przepisów u.o.i.f. i tym samym spółka zachowała status spółki publicznej w rozumieniu przepisów u.o.p. Rodziło to konsekwencje w odniesieniu do m.in. przestrzegania przepisów w zakresie niektórych obowiązków informacyjnych pomimo braku dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym. Spółka ta następnie utraciła status spółki publicznej w momencie zmiany kryterium definicyjnego ze względu na nowelizację u.o.p. i brak spełnienia kryterium dopuszczenia do obrotu zorganizowanego. W 2019 r. rozważany był powrót tej spółki na rynek regulowany prowadzony przez GPW. Zob. U. Zielińska, *Nieudane podejście do GPW*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 8 stycznia 2019 r., s. 3 oraz taż, *Elektrim: powrót na GPW jednak uchwalony*, Rzeczpospolita, 10 stycznia 2019 r., https://www.rp.pl/Gielda/301109959-Elektrim-powrot-na-GPW-jednak-uchwalony.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[91] K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 68. Por. M. Michalski, *O pojęciu...*, s. 10.

[92] K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 123.

z koncepcją tzw. koncentrycznego podziału segmentów obrotu, zgodnie z którą istnieje pięć segmentów rynku, w ramach których następuje stopniowe zaostrzanie reżimu informacyjnego spółki publicznej, poczynając od rynku wolnego aż po rynek regulowany oraz rynek notowań oficjalnych[93].

Oparcie ciężaru definicyjnego na czynności technicznej, jaką jest dematerializacja akcji, powodowało również pewien dysonans pojęciowy pomiędzy postacią papieru wartościowego a obecnością spółki publicznej w obrocie. Pojęcia te, choć ściśle ze sobą powiązane, nie powinny być łączone pod względem definicyjnym. Sens instytucji spółki publicznej oparty jest na spełnieniu szeregu norm prawnych, które zapewniają tej spółce szczególne miejsce, nie tylko w ramach obrotu zorganizowanego, a przede wszystkim w szeroko rozumianym obrocie gospodarczym. Sprowadzenie zasadności istnienia spółki publicznej do czynności technicznej, określającej postać obrotu jej akcjami, należy ocenić jako błędne. Dematerializację można uznać za jedną z cech rynku regulowanego, a nie za cechę spółki publicznej, na której zgodnie z u.o.i.f. nie spoczywał nawet obowiązek dematerializacji wszystkich akcji[94].

3.4.2. Spółka publiczna w świetle definicji opartej na dopuszczeniu lub wprowadzeniu do obrotu

3.4.2.1. Geneza

Przełomowym momentem dla redefiniowania pojęcia spółki publicznej było wejście w życie nowelizacji u.o.p. w 2019 r. Pełne oddanie charakteru zmian stojących za nowelizacją u.o.p. wymaga jednak sięgnięcia zarówno do projektu nowelizacji u.o.p.[95], jak i do projektu nowelizacji k.s.h.[96] Ana-

[93] M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 65.

[94] K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 123.

[95] Projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 15 listopada 2018 r. (numer z wykazu prac legislacyjnych UC130), https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000/katalog/12549052#12549052 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[96] Projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych

lizy wymagają również wcześniejsze projekty tworzone w ramach prac Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego.

Definicja spółki publicznej oparta na kryterium dematerializacji jej akcji była przedmiotem powszechnej krytyki w literaturze. Mimo to ustawodawca, pozostając obojętny na zmiany, utrzymał jej brzmienie w tej postaci przez prawie piętnaście lat. Należy podkreślić, że Komisja Kodyfikacyjna Prawa Cywilnego – zarówno w 2009 r.[97], jak i w 2015 r.[98] – dwukrotnie w ramach swoich prac podejmowała próbę wprowadzenia dematerializacji akcji spółek niepublicznych (odpowiednio fakultatywną w 2009 r. oraz obowiązkową w 2015 r.), co miało bezpośredni wpływ na przyszłe zmiany koncepcyjne definicji spółki publicznej[99]. Oba projekty opierały kryterium definicyjne spółki publicznej na powiązaniu jej z rynkiem regulowanym.

Z perspektywy dalszych rozważań dotyczących spółki publicznej szczególnie istotny jest projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw z dnia 29 maja 2009 r.[100] Projekt zakładał wprowadzenie nowej definicji spółki publicznej oraz podstawy dla fakultatywnej dematerializacji akcji spółek akcyjnych. Przygotowany przez Komisję Kodyfikacyjną Prawa Cywilnego projekt został przedłożony Ministerstwu Sprawiedliwości i miał na celu definitywne uznanie spółki

ustaw z dnia 27 stycznia 2017 r. (numer z wykazu prac legislacyjnych UD117, wersja projektu z dnia 5 lutego 2018 r.), https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12294656/katalog/12410412#12410412 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[97] Sprawozdanie z działalności Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego w latach 2006–2010, https://www.gov.pl/attachment/a6314be4-2db6-4103-8e8a-7c03534df396 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[98] Sprawozdanie z działalności Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego w latach 2011–2015, https://www.gov.pl/attachment/edaeb662-68f3-4f39-bdec-8907006acf1a (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[99] Zob. M. Mazgaj, *Dematerializacja akcji...*, s. 323.

[100] K. Oplustil zaznacza, że projekt ustawy wraz z uzasadnieniem był dostępny na stronie internetowej Ministerstwa Sprawiedliwości do 2010 r., a po zaprzestaniu dalszych prac został usunięty. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 124. Projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw z dnia 29 maja 2009 r. jest aktualnie dostępny jedynie na stronie Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, https://seg.org.pl/sites/seg13.message-asp.com/files/proj090615.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.) wraz z uzasadnieniem: https://seg.org.pl/sites/seg13.message-asp.com/files/proj090615_usad.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

publicznej za spółkę modelową (w przeciwieństwie do spółki niszowej, specjalistycznej, nietypowej) i tym samym, według założeń, podniósłby rangę normatywną spółki publicznej, umieszczając jej definicję w k.s.h.[101] Za kryterium dystynkcji przyjęto wówczas liczbę akcjonariuszy i podkreślano, że spółkę publiczną cechuje masowy akcjonariat, a spółkę niepubliczną niewielka liczba akcjonariuszy. Przeniesienie definicji spółki publicznej na grunt przepisów kodeksowych miało stanowić rozwiązanie licznych problemów, które towarzyszyły temu zjawisku, w szczególności w postaci wzajemnych odesłań pomiędzy aktami prawnymi. Zgodnie z art. 4 § 1 pkt 6 k.s.h. propozycja nowej definicji spółki publicznej oparta była na kryterium dopuszczenia co najmniej jednej akcji do obrotu na rynku regulowanym. K. Oplustil, podkreślając trafność tej propozycji legislacyjnej, zaznacza, że takie rozwiązanie wyłączyłoby spółki, których akcje zostały wprawdzie zdematerializowane, lecz występują w obrocie poza rynkiem regulowanym (np. w alternatywnym systemie obrotu)[102]. Samo przeprowadzenie oferty publicznej nie byłoby również wystarczającym kryterium, aby uzyskać status spółki publicznej.

Przedłożony projekt pozostał jednak w fazie uzgodnień międzyresortowych z niezwykle istotnego powodu z perspektywy prezentowanego dyskursu. Wzajemne konsultacje międzyresortowe nie przyniosły ówcześnie rozstrzygnięcia w postaci konsensusu w przedmiocie zakresu nowej definicji. Resorty nie były w stanie ustalić, czy nowa definicja spółki publicznej miała być oparta na węższym zakresie i obejmować wyłącznie rynek regulowany, czy też na ujęciu szerszym – i również uwzględniać alternatywny system obrotu[103]. Do tematu zmiany definicji spółki publicznej powrócono dopiero podczas prezentacji założeń projektu obowiązkowej dematerializacji, które stanowiły efekt prac Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego

[101] Szerzej: M. Piasecka-Sobkiewicz, *Akcje spółek niepublicznych będą miały również formę elektroniczną*, 25 września 2009 r., https://prawo.gazetaprawna.pl/artykuly/355263,akcje-spolek-niepublicznych-beda-mialy-rowniez-forme-elektroniczna.html (dostęp: 6 września 2020 r.).

[102] Szerzej: K. Oplustil, *Instrumenty*..., s. 125.

[103] Ostatecznie informacja o zaprzestaniu prac nad niniejszym projektem została zawarta w Sprawozdaniu Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego w latach 2011–2015.

i zostały przedłożone Ministerstwu Sprawiedliwości w 2015 r.[104] Stanowiło to pierwowzór projektu nowelizacji k.s.h.[105]

Głównym założeniem projektu nowelizacji k.s.h., który został oficjalnie zaprezentowany w 2017 r., było wprowadzenie obowiązkowej dematerializacji wszystkich akcji spółki akcyjnej, niezależnie od tego, czy dana spółka posiada status spółki publicznej. Należy w tym miejscu podkreślić, że proponowany zakres zmian wskazywał nie tylko na chęć poprawy bezpieczeństwa i efektywności obrotu, lecz przede wszystkim podyktowany był interesami fiskalnymi państwa wynikającymi z braku wcześniejszej możliwości identyfikacji akcjonariuszy danej spółki, w celu ich opodatkowania[106]. Założenie ustawodawcy, które stanowiłoby o obowiązkowej dematerializacji wszystkich akcji spółki akcyjnej, jednocześnie powodowałoby utratę kryterium definicyjnego spółki publicznej opartego na dematerializacji jej akcji i niosłoby ze sobą konieczność wypracowania nowej definicji.

Zasadniczo inne tło legislacyjne towarzyszyło nowelizacji u.o.p. Wejście w życie rozporządzenia 2017/1129 zmieniło dotychczasowy reżim prospektowy. Uchylenie obowiązującej do tej pory dyrektywy prospektowej[107] i zastąpienie jej rozporządzeniem 2017/1129 wymagało zmiany obecnych przepisów krajowych – w szczególności u.o.p. Konieczne było odejście od dotychczasowego mechanizmu polegającego na transpozycji przepisów dyrektywy prospektowej na grunt polskiego prawa w postaci przepisów wykonawczych zawartych w u.o.p. – z uwagi na bezwzględne stosowanie przepisów rozporządzenia 2017/1129 na terenie państw członkowskich UE od 21 lipca 2019 r. Proponowane zmiany zawarte w projekcie nowelizacji

[104] Założenia legislacyjne zmiany kodeksu spółek handlowych dotyczące dematerializacji akcji na okaziciela, https://www.gov.pl/attachment/67994970-2801-428e-b95f-934b9165e133 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[105] M. Mazgaj, *Dematerializacja akcji...*, s. 329.

[106] Motywem przewodnim były akcje na okaziciela w spółce akcyjnej i spółce komandytowo-akcyjnej. Tak: A. Szumański, *Nowelizacje...*, s. 343 oraz M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 79.

[107] Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z dnia 31 grudnia 2003 r., s. 64, ze zm.).

u.o.p. miały na celu pomocnicze stosowanie rozporządzenia 2017/1129 w porządku krajowym.

Za pierwszy, wyraźny sygnał ze strony ustawodawcy stanowiący o obecnej konstrukcji definicji spółki publicznej należy uznać opinię Rady Legislacyjnej przy Prezesie Rady Ministrów dotyczącą pierwszej wersji projektu nowelizacji k.s.h.[108] Pierwsza wersja projektu nowelizacji k.s.h., w myśl definicji spółki publicznej opartej na wzajemnych odesłaniach pomiędzy aktami prawnymi, dodawała na gruncie k.s.h. dookreślenie pojęciowe, stanowiące, że poprzez pojęcie spółki publicznej rozumie się spółkę publiczną w rozumieniu przepisów u.o.p., z wyłączeniem spółki, w której podstawą dematerializacji akcji są przepisy k.s.h.

Tym samym liczne problemy związane z definicją spółki publicznej, opartej na kryterium dematerializacji, nie tylko nie zostałyby rozwiązane, a byłyby wręcz pogłębione. Mielibyśmy wówczas do czynienia z jednej strony z całkowitym oderwaniem spółki publicznej od rynku regulowanego, a z drugiej ze sztucznym założeniem stanowiącym, że aby przyznać danej spółce miano spółki publicznej, należałoby ocenić już nie fakt dematerializacji jej akcji – jak dotychczas, a jego podstawę. Mogłyby nią być, co do zasady[109], przepisy u.o.p. dla dematerializacji opartej na depozycie papierów wartościowych dla spółki publicznej oraz przepisy k.s.h. dla dematerializacji opartej na rejestrze akcjonariuszy dla spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych, które spółkami publicznymi nie są.

Rada Legislacyjna również dostrzegła ten problem i wyraziła stanowisko, że powyższa propozycja może wyłącznie nasilić istniejące już problemy wynikające z niejasności przepisów. Tym samym ze strony Rady Legislacyjnej pojawiła się koncepcja wykorzystania nowelizacji k.s.h. do

[108] Opinia Rady Legislacyjnej przy Radzie Ministrów o projekcie ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o europejskim zgrupowaniu interesów gospodarczych i spółce europejskiej, 17 marca 2017 r., https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294656/12410412/12410415/dokument293735.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[109] Ustawodawca w pierwszym brzmieniu projektu k.s.h. i art. 328^{11} § 2 przewidywał wręcz możliwość rejestracji zdematerializowanych akcji spółki niepublicznej w depozycie papierów wartościowych, nie precyzując jednak, czy przepisy u.o.i.f., czy też k.s.h., stanowiłyby podstawę dematerializacji akcji w tym przypadku. Określenie podstawy dematerializacyjnej, jak i reżimu należy traktować jako elementarny wymóg w zakresie dematerializacji.

wprowadzenia nowej definicji spółki publicznej bazującej na kryterium rynku regulowanego, a nie kryterium podstawy prawnej opartej na fakcie dematerializacji. W tym zakresie należy podkreślić dwie niezwykle ważne konsekwencje wynikające z opinii Rady Legislacyjnej.

Po pierwsze, zmiana definicji spółki publicznej została poczyniona niejako „przy sposobności" – nie była przemyślaną i zaplanowaną zmianą mającą na celu poprawę stanu siatki pojęciowej polskiego rynku kapitałowego. Po drugie, będąc w zgodzie z licznymi postulatami w doktrynie, Rada Legislacyjna pierwotnie wyraziła pogląd stanowiący o definicji spółki publicznej opartej wyłącznie na kryterium rynku regulowanego, a nie łącznie: **rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu** [podkr. własne – M.T.]. Za właściwą płaszczyznę obrotu pierwotnie wskazano rynek regulowany. Prawie dwa lata później, Minister Sprawiedliwości, jako wnioskodawca projektu, odpowiedział Radzie Legislacyjnej. Wyrażona została aprobata co do powiązania *criterium distinguendi* spółki publicznej z dopuszczeniem akcji takiej spółki do obrotu na rynku regulowanym. Na tym etapie niejako automatycznie powiązano ten fakt z dopuszczeniem co najmniej jednej akcji takiej spółki do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzeniem jej do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP[110]. Opinia Rady Legislacyjnej, w powyższym i szerszym zakresowo brzmieniu, została tym samym uwzględniona w kolejnym projekcie nowelizacji k.s.h., co jednoznacznie i trafnie stanowiło o odrzuceniu pierwotnej propozycji ustawodawcy dotyczącej wprowadzenia kryterium podstawy prawnej dematerializacji – opartego na u.o.p. oraz k.s.h.

Prowadzone równolegle dalsze prace legislacyjne nad projektem nowelizacji k.s.h., jak i rozpoczęcie prac nad projektem nowelizacji u.o.p., zaowocowały propozycjami nowego brzmienia przepisu art. 4 pkt 20 u.o.p. zawierającego definicję „słowniczkową" spółki publicznej[111]. Niestety, pomimo publikacji obu projektów ustaw w 2018 r. ich brzmienie nie tylko nie

[110] Zob. Odpowiedź Ministra Sprawiedliwości na opinię Rady Legislacyjnej z dnia 29 marca 2017 r., https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294656/12410427/12410428/dokument392778.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[111] W zakresie propozycji zmian oraz toku prac legislacyjnych zob. M. Tąkiel, *Pojęcie spółki publicznej...*, s. 44–47.

było spójne, ale projekty te wręcz zdawały się wzajemnie wykluczać[112]. Obie koncepcje słusznie zrywały z dotychczasową immanentną cechą konstytutywną spółki publicznej, jaką jest dematerializacja akcji na rzecz implementacji kryterium dopuszczenia jej akcji do obrotu. Definicja zaproponowana w projekcie nowelizacji u.o.p. określała spółkę publiczną mianem spółki, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona lub wprowadzona na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi[113]. W projekcie nowelizacji k.s.h. poprzez pojęcie spółki publicznej rozumiano spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP.

Różnica pomiędzy dwiema definicjami odnosiła się do zakresu pojęcia systemu obrotu instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 3 pkt 9a u.o.i.f. system obrotu instrumentami finansowymi obejmuje: rynek regulowany,

[112] Uzupełniająco można wyrazić pogląd, że równoczesne prace legislacyjne nad dwoma odrębnymi nowelizacjami o charakterze systemowym – zarówno dla prawa handlowego, jak i dla prawa rynku kapitałowego – nie były prowadzone z należytą starannością. Zakresy obu nowelizacji w dużym stopniu się przenikały, co skutkowało licznymi elementarnymi błędami w pierwotnych wersjach projektów i zasłużoną krytyką na etapie konsultacji. Tok prac nad projektami zdawał się zachodzić równolegle, lecz w sposób niezależny i nieskoordynowany. Za kulminację tego zjawiska można uznać korespondencję pomiędzy Ministrem Finansów, wnioskodawcą projektu nowelizacji u.o.p., a Ministrem Sprawiedliwości, wnioskodawcą projektu nowelizacji k.s.h. Minister Finansów słusznie podkreślał ówcześnie, że wejście w życie przepisów projektu nowelizacji u.o.p. musi nastąpić do 21 lipca 2019 r. i dalszy brak wzajemnej koordynacji będzie skutkował utrudnieniem prac nad nowelizacją k.s.h. Zob. Uwagi Ministra Finansów dotyczące projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, numer z wykazu prac legislacyjnych UD117, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294656/12410427/12410429/dokument392881.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[113] Warto podkreślić, że pierwotna wersja nowelizacji u.o.p. zawierała także nową propozycję definicji rynku regulowanego, odsyłając do treści rozporządzenia 2017/1129, w którym następuje odwołanie do definicji zawartej w dyrektywie 2014/65/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173, s. 349, ze zm.) – dyrektywa 2014/65/UE. Proponowane rozwiązanie nie było słuszne ze względu na fakt, że definicja rynku regulowanego wskazana w dyrektywie 2014/65/UE została już zaimplementowana na grunt prawa polskiego w przepisach u.o.i.f. Zob. M. Tąkiel, *Pojęcie spółki...*, s. 45.

alternatywny system obrotu lub zorganizowaną platformę obrotu. Stosownie do przytoczonej definicji na gruncie u.o.i.f. pojęcie zorganizowanej platformy obrotu odnosi się do wielostronnego systemu kojarzącego zlecenia kupna i sprzedaży określonych instrumentów finansowych, obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani ASO. Z uwagi na fakt, że wyżej wymieniony katalog instrumentów finansowych, będących przedmiotem obrotu na OTF, jest zamknięty, nie mógł być tym samym rozszerzony o akcje[114]. W świetle powyższego uznano postulaty wyłączenia zorganizowanej platformy obrotu z zakresu pojęcia obrotu akcjami spółki publicznej proponowanego w projekcie nowelizacji k.s.h.[115] Ostatecznie w ramach toku prac nad projektem nowelizacji u.o.p. zaprzestano dalszych działań związanych ze zmianą koncepcji definicji spółki publicznej i za słuszne uznano przejęcie definicji wypracowanej dotychczas – podczas prac nad projektem nowelizacji k.s.h.

Nowa definicja spółki publicznej, oparta na kryterium obrotu zorganizowanego, została uwzględniona w identycznym kształcie w obu projektach – nowelizacji k.s.h., która wpłynęła do Sejmu 13 czerwca 2019 r.[116], oraz nowelizacji u.o.p., która wpłynęła do Sejmu 6 sierpnia 2019 r.[117] Równoległe procedowanie obu projektów ustaw w Sejmie na przełomie lata i jesieni 2019 r. oraz brak wzajemnej koordynacji w zakresie treści skutkowało przyjęciem tej samej, nowej definicji spółki publicznej – zarówno w nowelizacji k.s.h., jak i nowelizacji u.o.p. Proces ten uwidocznił również inne, liczne błędy natury legislacyjnej[118]. Ponadto pospieszne działania ustawodawcy

[114] Zob. M. Wierzbowski, P. Wajda, K. Zaradkiewicz, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 498.
[115] Tak: M. Tąkiel, *Pojęcie spółki...*, s. 46.
[116] Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3541 z dnia 12 czerwca 2019 r.).
[117] Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3755 z 6 sierpnia 2019 r.).
[118] Zob. M. Zmysłowska, *Gdzie legislacyjnych kucharek sześć...*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 1 czerwca 2020 r., s. 20.

wynikały z wejścia w życie rozporządzenia 2017/1129, jednak nie były one skuteczne. Nowelizacja u.o.p. weszła w życie 30 listopada 2019 r., tymczasem przepisy rozporządzenia 2017/1129 weszły w życie 21 lipca 2019 r. Oznacza to, że pomiędzy 21 lipca 2019 r. a 30 listopada 2019 r. przepisy rozporządzenia 1129/2017 obowiązywały podmioty działające na rynku kapitałowym bezpośrednio i wiążąco, pomimo braku dostosowania przepisów krajowych do ich treści[119]. Sytuacja ta spowodowała wiele wątpliwości na rynku. W efekcie KNF wydała w tym zakresie 11 lipca 2019 r. stanowisko zawierające wyjaśnienia dotyczące okresu przejściowego[120] – 12 sierpnia 2019 r. aktualizację stanowiska w tym przedmiocie[121] oraz 29 listopada 2019 r. finalne stanowisko odnośnie do wejścia w życie nowelizacji u.o.p.[122]

3.4.2.2. Istota kryterium definicyjnego

Ostatecznie nowe brzmienie definicji spółki publicznej zostało określone w treści nowelizacji u.o.p., zgodnie z art. 4 pkt 20 u.o.p. Za spółkę publiczną uważa się spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do

[119] Zob. S. Jakszuk, M. Wierzbowski, J. Róg-Dyrda, *Jak teraz należy oferować instrumenty finansowe*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 26–27 października 2019 r., s. 20.

[120] Zob. Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_rozporzadzenia_prospektowego_66497.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[121] Zob. Zaktualizowane stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_rozporzadzenia_prospektowego_12-08-2019_66779.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[122] Zob. Stanowisko UKNF w związku z wejściem w życie w dniu 30 listopada ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_29-11-2019_67928.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP. Przede wszystkim wejście w życie przepisów nowelizacji u.o.p. pozwala na utworzenie dychotomicznego podziału na spółki publiczne – takie, których co najmniej jedna akcja została dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu oraz takie, które nie są spółkami publicznymi z uwagi na brak spełnienia powyższego kryterium.

Wyraźnie należy zaznaczyć, że istota tej definicji opiera się nie na czynności technicznej, a na zaistnieniu akcji w określonym segmencie obrotu zorganizowanego. Dwoma wyłącznymi segmentami obrotu zorganizowanego wciąż pozostają rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu. Różnicą o charakterze zasadniczym pomiędzy nimi jest cechujący je stopień formalizmu. Odnosi się on także do procedury skutkującej obecnością akcji w danym segmencie obrotu zorganizowanego. Dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym następuje w drodze decyzji administracyjnej, która dotyczy zgody na przeprowadzenie oferty publicznej oraz dodatkowo zgody podmiotu prowadzącego rynek regulowany na rozpoczęcie notowań. Wprowadzenie akcji do alternatywnego systemu obrotu pozostawione jest w gestii podmiotu organizującego rynek[123].

3.4.2.3. Konsekwencje

Kierunek zmian definicji spółki publicznej, obrany podczas prac legislacyjnych nad obiema nowelizacjami, został utrzymany w nowelizacji u.o.p. i skutkował zasadniczą zmianą kryterium definicyjnego. Zmiana koncepcji definicyjnej stanowiła odpowiedź na liczne wątpliwości i postulaty *de lege ferenda* kierowane w tym zakresie pod adresem ustawodawcy. Pojawiały się one już od czasu wejścia w życie u.o.p.[124] Była to jednak odpowiedź nieplanowana i spóźniona. Tok prac legislacyjnych nad nowelizacją k.s.h. oraz

[123] Szerzej, szczególnie na tle ekonomiczno-porównawczym, zob. R. Asyngier, *Wprowadzanie akcji do obrotu na rynku NewConnect na tle głównych alternatywnych systemów obrotu w Europie*, Annales UMCS sectio H 2013, tom XLVII, z. 2, s. 7–15.

[124] W tym zakresie szczególnie por. M. Romanowski, *W sprawie pojęcia...*, s. 14; M. Michalski, *O pojęciu...*, s. 11.

nowelizacją u.o.p. uwidocznił liczne wątpliwości na etapie prac legislacyjnych[125]. Zmiana definicji spółki publicznej nie była zatem podyktowana naprawą niejasnej i budzącej wątpliwości pod względem spójności siatki pojęciowej polskiego rynku kapitałowego. Z jednej strony o zmianie zadecydowała chęć zwiększenia wpływów do budżetu, co było katalizatorem nowelizacji k.s.h., a z drugiej obowiązek dostosowania przepisów krajowych do regulacji unijnych, które zaczęły już bezpośrednio obowiązywać w Polsce. Zmiana ta okazała się jednak niezwykle istotna ze względu na dostosowanie brzmienia proponowanej definicji – nie tylko do współczesnych realiów europejskich, lecz także przede wszystkim do istoty funkcjonowania tej spółki w obrocie[126]. Należy podkreślić, że istota spółki publicznej w obrocie nie polega na dematerializacji akcji lub ich części, a funkcjonowaniu w obrębie rynku regulowanego, będącego płaszczyzną obrotu uprzednio zdematerializowanych akcji spółki publicznej.

3.5. Wnioski

Założenie świadczące o tym, że spółka publiczna jest szczególną, najbardziej rozwiniętą formą spółki akcyjnej, jest poprawne z uwagi na fakt, że wszystkie elementy konstrukcyjne spółki akcyjnej są obecne na gruncie spółki publicznej[127]. Różnicą jest ich stopień zaawansowania. Tak jak stwierdzono wcześniej, spółka publiczna stanowi najbardziej rozwiniętą formę spółki akcyjnej. Realizacja wielkich przedsięwzięć gospodarczych poprzez gromadzenie kapitału, ograniczenie ryzyka oraz masowość akcjonariatu jest odzwierciedleniem natury spółki publicznej. Jest to spółka szczególna, o wyjątkowym charakterze i operująca w specjalnym reżimie prawnym, która musi posiadać jasne i przejrzyste kryterium pozwalające na odróżnienie

[125] Szerzej: M. Tąkiel, *Pojęcie spółki...*, s. 45–46.

[126] Zob. M. Tąkiel, *Zmiana definicji spółki publicznej i jej konsekwencje*, Rzeczpospolita, 11 marca 2022 r., s. D6.

[127] J. Okolski, J. Modrzejewski oraz Ł. Gasiński słusznie podkreślają, że zasady rządzące spółką akcyjną, choć mogą mieć odmienną nomenklaturę zależną od danego stanowiska w doktrynie, przeważnie będą dotyczyły tych samych aspektów. Zob. J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego...*, s. 6.

jej od spółki akcyjnej o modelowym charakterze. Status ten nie powinien opierać się na formie jej akcji, co więcej, powinien być przedmiotem precyzyjnej, aczkolwiek przejrzystej dystynkcji na linii spółka akcyjna – spółka publiczna. Jeśli przyjmie się założenie o tym, że konstrukcja definicji spółki publicznej powinna w możliwie jak największym stopniu uwzględniać szereg norm, które składają się na jej system, to system ten powinien odzwierciedlać zamierzony przez ustawodawcę sens normatywny i w odniesieniu do spółki publicznej oraz definicji opartej na kryterium dematerializacyjnym – zamysł ten się nie powiódł[128].

Definicja oparta na kryterium dematerializacji ignoruje wręcz merytoryczną istotę spółki publicznej, której cechą konstytutywną nie jest czynność techniczna polegająca na dematerializacji, ale masowość jej akcjonariatu i otwartość na powiększanie grona jej akcjonariuszy[129]. Istota spółki publicznej skorelowana nie jest zatem ze zdematerializowaną postacią jej akcji, a z giełdową płaszczyzną obrotu, gdzie są one dopuszczone do obrotu[130]. Transpozycja tego założenia na praktyczne realia pozwala na proste i oczywiste stwierdzenie – inwestor pragnący zostać akcjonariuszem spółki publicznej skieruje swe kroki ku domowi maklerskiemu i giełdzie, a nie ku depozytowi papierów wartościowych. Jednakże, jak zasygnalizowano w rozdziale drugim, współczesne pojęcie giełdy, szczególnie w rozumieniu potocznym, nie jest wystarczająco precyzyjne. Reguły podaży i popytu odnoszące się do kształtowania ceny rynkowej, choć zasadne, mogą okazać się niewystarczające, aby w pełni uchwycić sens definicyjny spółki publicznej. Z tej przyczyny zakres pojęciowy rynku kapitałowego byłby w tym wypadku adekwatny, lecz zbyt obszerny. Ustawodawca wybrał rozwiązanie pośrednie, klasyfikując spółkę publiczną, opierając się na kryterium obrotu zorganizowanego, w myśl u.o.i.f. Kryterium rodzajowym spółki publicznej stało się dopuszczenie jej akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie ich do obrotu w alternatywnym systemie obrotu. Zmianę tę należy ocenić pozytywnie z jednym kluczowym zastrzeżeniem.

[128] Zob. M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 79.
[129] Tak: K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 123.
[130] Szerzej: M. Tąkiel, *O wielowymiarowej relacji pomiędzy dematerializacją a spółką publiczną*, MPH 2022, nr 8, s. 26–33.

Ustawodawca, który wcześniej zdawał się nie dostrzegać różnicy pomiędzy dematerializacją obligatoryjną a fakultatywną, w momencie konstruowania definicji spółki publicznej na gruncie u.o.p., w nowelizacji u.o.p., znów zdecydował się na ryzykowną konstrukcję. Postawiony został umowny znak równości pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu. Jednoznacznie należy jeszcze raz podkreślić, że efektem uprzedniej tego typu próby było zaprzestanie dalszych prac nad projektem przedłożonym przez Komisję Kodyfikacyjną Prawa Cywilnego Ministerstwu Sprawiedliwości przed dziesięcioma laty. Podczas konsultacji międzyresortowych wystąpiły rozbieżności w tym zakresie, które okazały się nie do pogodzenia. Pojęcia te są przecież nie tylko odmienne – w literaturze słusznie bywają określane mianem pojęć przeciwstawnych[131].

Łączne zestawienie pojęcia rynku regulowanego wraz z alternatywnym systemem obrotu oznacza, że ten ostatni zostaje niejako „podciągnięty" w górę. Należy pamiętać, że w polskim prawie nie ma bardziej zaawansowanej postaci spółki akcyjnej niż spółka publiczna i nie ma też płaszczyzny obrotu o większym stopniu formalizmu od rynku regulowanego. Pojęcie alternatywnego systemu obrotu nie niesie ze sobą wystarczających konsekwencji prawnych, aby warunkować swój byt obok rynku regulowanego i by stanowić o kryterium definicyjnym spółki publicznej. Konstrukcja ta wydaje się tzw. prawnym parasolem ochronnym dla rynku NewConnect, którego operatorem jest GPW. Można zaryzykować stwierdzenie, że utrata przymiotu spółki publicznej przez spółki notowane w tym alternatywnym systemie obrotu – doprowadziłaby do całkowitej marginalizacji NewConnect w obecnej formie i skutkowałaby potrzebą redefinicji od podstaw tej płaszczyzny obrotu zorganizowanego. Sytuacja taka oznaczałaby, że spółki publiczne, które utraciłyby status spółki publicznej, nie podlegałyby szczególnym przepisom u.o.p., k.s.h., u.o.i.f. w zakresie regulacji dotyczących spółek publicznych. Podzielić należy pogląd, że taki zabieg prowadziłby do wzrostu ryzyka, jak i spadku ochrony prawnej akcjonariuszy spółek notowanych na NewConnect[132]. Należy jednak wyraźnie zaznaczyć, że w ciągu ostatnich 10 lat rynek NewConnect uległ postępującej marginalizacji.

[131] Zob. K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach...*, s. 358.
[132] Zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 123.

Skala obecnej dysproporcji pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu uniemożliwia już wiarygodną obronę stanowiska, że polska siatka pojęciowa wymaga istnienia alternatywnego systemu obrotu jako pojęcia stawianego na równi z rynkiem regulowanym w aspekcie definiowania spółki publicznej. Interesującą koncepcją, która może stanowić pewną odpowiedź na rozbieżność w tym zakresie, była – w kontekście projektu nowelizacji k.s.h. z 2009 r. – propozycja objęcia definicją spółki publicznej spółek, których akcje zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu wyłącznie w drodze oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 3 u.o.p. K. Oplustil podkreśla, że cecha ta pozwala na założenie, że spółki te są otwarte na masowy i anonimowy akcjonariat, tym samym mogą być warunkowo uznane za spółkę publiczną, mimo że ich akcje są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, a nie do obrotu regulowanego[133].

Rolą prawodawcy nie powinno być jednak faworyzowanie alternatywnych systemów obrotu kosztem pewności obrotu i spójności siatki pojęciowej rynku regulowanego. Ustawodawca powinien w jak największym stopniu wykorzystywać mechanizmy prawne do ochrony uczestników rynku, jak i prawidłowości samego obrotu. Zapewnić to może wyłącznie konstrukcja rynku regulowanego i to ta płaszczyzna jest właściwym środowiskiem obrotu zdematerializowanymi akcjami spółki publicznej. Kryterium wprowadzenia akcji do alternatywnego systemu obrotu należy uznać za niewystarczające[134] i trzeba podzielić pogląd A. Chłopeckiego, zgodnie z którym spółki w alternatywnym systemie obrotu uzyskują status spółki publicznej niejako „tylnymi drzwiami"[135].

Definicja spółki publicznej powinna być zatem emanacją wyjątkowości tej instytucji – zarówno w odniesieniu do jej zaistnienia w obrocie, ciągłości bytowej opartej na szczególnych zasadach komunikacji z akcjonariuszami,

[133] Ówczesną koncepcją proponowaną przez K. Oplustila w tym zakresie było wprowadzenie nowej kategorii spółek – spółki autoryzowanej. Byłaby to spółka niepubliczna, której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana i wprowadzona do alternatywnego systemu obrotu na terytorium RP. Spółka autoryzowana byłaby częściowo objęta wybranymi przepisami k.s.h. Zob. K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 125.

[134] Tak w odniesieniu do projektu nowelizacji k.s.h.: M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 78; M. Tąkiel, *Pojęcie spółki...*, s. 46.

[135] A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 145.

jak i utraty tego statusu. Stanowczo należy zgodzić się z poglądem, że właściwe kryterium definicyjne oparte jest na dopuszczeniu akcji do obrotu na rynku regulowanym[136].

Rynek regulowany, tak jak wcześniej wskazano, cechuje się masowym oraz zmiennym akcjonariatem nastawionym na zysk. Za cechę definiującą rynek regulowany powszechnie dotychczas uważano również jego anonimowość. Niestety, cecha ta, będąca istotą rynku regulowanego, stopniowo traci na znaczeniu, szczególnie w wyniku wejścia w życie 3 września 2020 r. przepisów nowelizacji u.o.p. i utworzenia Działu IIIA u.o.i.f. traktującego o identyfikacji akcjonariuszy, przekazywaniu informacji akcjonariuszom i ułatwianiu wykonywania praw akcjonariuszy. Zgodnie z nowymi przepisami **spółka giełdowa** [podkr. własne – M.T.] może zwrócić się do KDPW lub innego upoważnionego pośrednika o udostępnienie informacji umożliwiających identyfikację akcjonariuszy spółki giełdowej oraz liczby wyemitowanych przez nią akcji, posiadanych przez każdego z tych akcjonariuszy, według stanu na wskazany w tym żądaniu dzień, przypadający nie wcześniej niż na dzień jego złożenia. Tym samym ustawodawca krajowy, decydując się na implementację przepisów dyrektywy 2017/828/UE, zmieniających dyrektywę 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy[137], do polskiego porządku prawnego, mógł skorzystać z art. 3a pkt 1 dyrektywy 2017/828/UE, zgodnie z którym państwa członkowskie mogą postanowić, że spółki posiadające siedzibę statutową na ich terytorium mają prawo żądać identyfikacji jedynie akcjonariuszy posiadających więcej niż określony odsetek akcji lub praw głosu[138]. Odsetek ten, zgodnie z dyrektywą 2017/828/UE, nie

[136] Stanowisko to wyrażają m.in.: M. Michalski, A. Chłopecki, M. Romanowski, K. Oplustil, K. Grabowski, M. Glicz oraz M. Mazgaj. Por. M. Michalski, *O pojęciu...*, s. 7; A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 35; M. Romanowski, *W sprawie pojęcia...*, s. 15; K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 125; K. Grabowski, *Dyrektywa o niektórych prawach...*, s. 541; M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 79; M. Mazgaj, *Dematerializacja akcji...*, s. 328.

[137] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz. Urz. UE L 132 z dnia 20 maja 2017 r., s. 1).

[138] T. Sójka i J. Stranz słusznie podkreślają związek pomiędzy akcentowanym w preambule dyrektywy 2017/828/UE brakiem nadzoru akcjonariuszy nad władzami spółek, jako jednej z przyczyn kryzysu finansowego z lat 2008–2009, a – opisanym w rozdziale trzecim –

może być wyższy niż 0,5%[139]. Zastosowane w treści przepisów unijnych rozwiązanie nie posiada minimalnej granicy, w związku z czym ustawodawca, dokonując najbardziej rygorystycznej implementacji przepisów, w praktyce zrezygnował z anonimowości spółki publicznej[140].

Wniosek ten jest trafny tylko w odniesieniu do spółki publicznej, dopuszczonej do obrotu na rynku regulowanym. Spółka publiczna, której akcje są przedmiotem obrotu w ramach ASO, pozostaje nadal spółką anonimową. Nie ma podstaw prawnych do tego, aby spółka ta uzyskała szczegółowe dane na temat swojego akcjonariatu. Ustawodawca tym samym wprowadza do porządku u.o.i.f. art. 68i pkt 2, zgodnie z którym spółką giełdową jest spółka z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub na zagranicznym rynku regulowanym. W pełni podzielając krytykę identyfikacji drobnych akcjonariuszy spółki publicznej przez samą spółkę i dostrzegając pewne podobieństwa do planowanego zniesienia anonimowości

zjawiskiem „racjonalnej apatii". Szerzej: T. Sójka, J. Stranz, *Najnowsze zmiany w dyrektywie o prawach akcjonariuszy – w kierunku pobudzania aktywizmu akcjonariuszy*, [w:] K. Bilewska (red.), *Efektywność zarządzania i nadzoru w spółce handlowej. W poszukiwaniu optymalnego ustroju spółki*, Warszawa 2018, s. 296 i n.

[139] Niniejsze można poglądowo uzupełnić o treść art. 69 u.o.p. określającego obowiązki informacyjne w zakresie ujawniania stanu posiadania akcji spółki publicznej, zgodnie z którym osiągnięcie, przekroczenie albo zmniejszenie liczby akcji do 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33 1/3%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej skutkuje powiadomieniem KNF oraz spółki i następnie podlega reżimowi ujawniania informacji przez spółki publiczne. Szerzej: J. Szewczyk, *Progowe obowiązki notyfikacyjne*, Monitor Prawniczy 2020, nr 9, s. 450 i n.

[140] M. Będzieszak wskazuje na pozytywny skutek identyfikacji wszystkich akcjonariuszy spółki publicznej, podkreślając, że: „całościowa informacja o akcjonariacie może mieć istotne znaczenie dla spółki". Powyższe rozumowanie, choć być może uzasadnione z perspektywy spółki, ukazuje brak właściwej optyki dla przedstawionej problematyki z punku widzenia rynku, jak i przede wszystkim ochrony inwestora. Zob. Ocena skutków regulacji zawartych w rządowym projekcie ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3755), http://orka.sejm.gov.pl/rexdomk8.nsf/0/ACDD7692A79C001BC125844F003BD8AD/%24File/i1700-19.docx (dostęp: 20 lutego 2021 r.), s. 7 oraz P. Chmielnicki, *Uniwersalna metoda oceny skutków regulacji prawnych*, Przegląd Prawa Publicznego 2013, nr 7–8, s. 160.

w spółkach akcyjnych, niebędących spółkami publicznymi[141], należy dodatkowo stwierdzić, że w nowelizacji u.o.p. mamy do czynienia z bardzo specyficznym zabiegiem natury legislacyjnej.

Zabieg ten z jednej strony wprowadza do siatki pojęciowej nową definicję spółki publicznej, obejmującą zorganizowany obrót – rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu, a z drugiej podkreśla, że reżimy tych spółek są na tyle różne, że konieczne było wprowadzenie do treści u.o.i.f. kolejnej, nowej definicji. Mowa o spółce giełdowej, czyli takiej spółce publicznej, która z jednej strony wyłączy spod swojego zakresu część obrotu zorganizowanego, jaką jest alternatywny system obrotu, a z drugiej rozszerzy zakres terytorialny poza RP. Spółka giełdowa w rozumieniu u.o.i.f. wydaje się kolejnym argumentem na rzecz odmiennego reżimu prawnego pomiędzy spółką publiczną, dopuszczoną do notowań na rynku regulowanym, a spółką publiczną, której akcje wprowadzone zostały do alternatywnego systemu obrotu. Mechanizmy prawne, które mogą zapewnić odpowiednie warunki, w szczególności w zakresie efektywności informacji, można odnaleźć wyłącznie na rynku regulowanym.

[141] M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości*..., s. 4 i n.

IV. UZYSKANIE STATUSU SPÓŁKI PUBLICZNEJ

4.1. Wprowadzenie

Pojęcie pierwszej oferty publicznej, w myśl definicji zawartej w art. 4 pkt 5 u.o.p., oznacza dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną, dotyczącą określonych papierów wartościowych. Definicja ta oznacza tym samym, że klasyfikując ofertę publiczną jako pierwszą ofertę publiczną, należy wziąć pod uwagę sam fakt, czy dana oferta publiczna jest pierwszą ofertą publiczną określonych papierów wartościowych[1]. Tak jak zasygnalizowano wcześniej, pojęcie pierwszej oferty publicznej jest obecnie niezależne od obrotu pierwotnego i wtórnego. Tworzy tym samym konstrukcję, która w ramach u.o.p. wykorzystywana jest przykładowo zarówno w art. 5 – w odniesieniu do definicji objęcia papierów wartościowych w obrocie pierwotnym, jak i w art. 75 – stanowiącym o wyłączeniach z obowiązku ogłoszenia wezwania w ramach art. 73 u.o.i.f. Wydaje się jednak, że pojęcie pierwszej oferty publicznej powinno być interpretowane nie w rozumieniu przepisów u.o.p., a w świetle praktycznego rozumienia tej instytucji, funkcjonującego

[1] Definicja ta, funkcjonująca na pograniczu obrotu pierwotnego (związanego z kreacją papierów wartościowych) i wtórnego (będącego płaszczyzną ich obrotu), tak jak zaznaczono już wcześniej, miała na celu umożliwienie sprawnej realizacji prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w ramach sprzedaży ich akcji przez Skarb Państwa. W myśl tej definicji działania o naturze właścicielskiej wymykają się tym samym z dychotomicznego podziału wskazanego powyżej. Zob. M. Dyl, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 765. Por. szerzej: P. Siwek, *Pierwsze oferty publiczne (IPO) jako element przekształceń własnościowych w Polsce*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2001, nr 1–2, s. 97–110.

w obrocie jako IPO[2]. W literaturze anglojęzycznej pojęcie IPO łączone jest wprost i bezpośrednio z notowaniem akcji na rynku regulowanym[3].

Za M. Wierzbowskim oraz P. Wajdą można tym samym przyjąć praktyczne założenie, że kulminacją procesu IPO jest zaistnienie spółki publicznej w obrocie i to od momentu przeprowadzenia IPO spółka może być tytułowana mianem spółki publicznej[4]. Mimo rozbieżności w rozumieniu praktycznego i ustawowego terminu IPO pojęcie to oddaje specyfikę spółki publicznej, której celem nadającym jej sens bytu powinno być notowanie jej akcji na największych parkietach giełd na świecie. Praktyczne i rynkowe znaczenie terminu IPO będzie wykorzystywane w dalszej części książki[5]. Spółka, podejmując taką decyzję, zamierza, kontynuując praktyczne rozumienie tej instytucji, zaistnieć na giełdowym parkiecie. Termin *going public* nie oznacza, że celem samym w sobie, w myśl definicji spółki publicznej funkcjonującej dotychczas w polskim porządku prawnym, może być np. fakultatywna dematerializacja części akcji spółki notowanej w ramach ASO[6].

Istnieje jednak wiele powodów, dla których spółki decydują się na „upublicznienie" swoich akcji. W literaturze wskazuje się na szereg korzyści związanych z przeprowadzeniem IPO i obecnością spółki na rynku kapitałowym. Zalety te współcześnie można jednak uporządkować i podzielić

[2] Środek ciężkości definicji IPO (ang. *Initial Public Offering*) opiera się na emisji akcji i ich debiucie, natomiast termin ten należy zestawić obok SPO (ang. *Secondary Public Offering*), możliwego wyłącznie po przeprowadzeniu IPO i co do zasady niewiążącego się z nową emisją akcji oraz ich rozwodnieniem. W praktyce termin SPO jest wykorzystywany często błędnie i określane są nim wszelkie wtórne emisje akcji.

[3] Zob. np. D. Westenberg, *Initial Public Offerings: A Practical Guide to Going Public*, New York 2019 lub J. Draho, *The IPO Decision: Why and How Companies Go Public*, Northampton 2004.

[4] Tak: M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 13.

[5] GPW również wykorzystuje praktyczne znaczenie tego pojęcia i posługuje się tym terminem. Zob. GPW, *Przewodnik dla emitentów giełdowych. Droga po kapitał*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/inne/Przewodnik_emitenci_GR_GPW_2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[6] W myśl poprzedniej definicji spółki publicznej istniała teoretyczna możliwość, aby w ramach ASO notowane były równolegle zarówno spółki publiczne, jak i niepubliczne. Regulamin ASO dozwala jednak wyłącznie na notowanie zdematerializowanych papierów wartościowych. Szerzej: K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 70.

na trzy główne grupy: pozyskanie kapitału dla spółki, wtórne korzyści dla spółki oraz korzyści dla osób związanych ze spółką, które można określić mianem tzw. insiderów[7].

Pierwszym i najważniejszym powodem jest możliwość pozyskania kapitału[8]. Giełda jest w tym przypadku rozumiana jako alternatywa, przede wszystkim wobec tradycyjnego finansowania pozyskanego od banków, inwestycji VC (ang. *venture capital*)[9], ale również innych nieregulowanych prawnie instrumentów, takich jak np. finansowanie społecznościowe (ang. *crowdfunding*)[10]. Rynek giełdowy bywa wskazywany jako bardziej atrakcyjny i stanowi to o przewadze ekonomicznej tego modelu nad innymi źródłami finansowania[11]. Co więcej, w porównaniu z klasycznym procesem sprzedaży akcji realizowanym w formule M&A (fuzji i przejęć, ang. *M&A, mergers and acquisitions*), to właśnie IPO okazuje się najbardziej korzystne

[7] J. Kesten, *The Law and Economics of the Going-Public Decision*, [w:] D. Cumming, S. Johan (red.), *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford 2018, s. 28 i n.

[8] Por. R.G. Heim, *Going Public in Good Times and Bad: A Legal and Business Guide*, New York 2002, s. 14; J. Kesten, *The Law and Economics...*, s. 28 oraz J. Draho, *The IPO Decision...*, s. 2 i n.

[9] Zob. M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, The Journal of Finance, vol. 53, nr 1, 1998, s. 38–39. Należy jednak zaznaczyć, że teza autorów zakładająca ograniczoną działalność funduszy *venture capital* poza USA nie przetrwała próby czasu. Fundusze te, inwestujące w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, są obecnie aktywne na całym świecie. Por. F. Bertoni, M.G. Colombo, A. Quas, *The patterns of venture capital investment in Europe*, Small Business Economics 2015, vol. 45, nr 3, s. 543–560 oraz E. Grzegorczyk, *Sektor private equity/venture capital w Polsce na tle Europy*, Łódź 2017, s. 231–285.

[10] Współcześnie *crowdfunding* bywa definiowany jako gromadzenie kapitału na rzecz rozwoju określonego przedsięwzięcia w zamian za zdefiniowane świadczenie zwrotne. Crowdfunding angażuje szerokie grono dawców kapitału, charakteryzuje się wykorzystaniem Internetu oraz niższą barierą wejścia i lepszymi warunkami transakcyjnymi niż ogólnodostępne na rynku. Niektóre definicje podkreślają, że inwestorami w finansowaniu społecznościowym są inwestorzy indywidualni w przeciwieństwie do inwestorów profesjonalnych w postaci banków lub funduszy VC. Por. I. Micic, *Crowdfunding: Overview of the Industry, Regulation and Role of Crowdfunding in the Venture Startup*, Hamburg 2015, s. 13 i n. oraz K. Król, *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu, dzięki społeczności*, Warszawa 2013, s. 17 i n.

[11] M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why do Companies...*, s. 39.

dla obecnych akcjonariuszy pod względem wyceny[12]. Dotyczy to także sytuacji, gdy wśród akcjonariuszy znajdują się już fundusze *venture capital* lub *private equity*[13]. Wskazuje się na ponad dwukrotnie wyższą wycenę akcji w procesie IPO względem klasycznej transakcji sprzedaży realizowanej na rynku niepublicznym[14]. Powyższe można uzupełnić również o fakt, że w przypadku porównania wycen dwóch spółek o zbliżonych parametrach ekonomiczno-finansowych – publicznej i niepublicznej, wycena akcji spółki publicznej będzie przeważnie wyższa[15].

Druga grupa zawiera liczne, aczkolwiek wtórne wobec pozyskania kapitału korzyści, jakie może uzyskać spółka publiczna w wyniku obecności na rynku kapitałowym. Wśród nich warto podkreślić m.in. płynność akcji,

[12] Interesującym przykładem praktycznym w zakresie pozyskiwania finansowania i obecności na rynku kapitałowym jest CD Projekt – spółka, która na początku 2020 r., z kapitalizacją na poziomie ponad 40 mld PLN, stała się największą spółką publiczną notowaną wyłącznie na rynku regulowanym GPW. Spółka ta znalazła się na rynku regulowanym w 2010 r. w wyniku tzw. odwrotnego przejęcia Optimus, spółki notowanej na GPW od 1994 r., której akcje były wyceniane historycznie nisko przez wiele lat, od tzw. pęknięcia bańki internetowej na początku XXI w. Przedstawiciele CD Projekt wskazują, że w ówczesnych warunkach rynkowych spółka nie dysponowała stosownym budżetem na przeprowadzenie standardowego procesu IPO, w celu pozyskania kapitału, nie była również wiarygodnym kredytobiorcą dla banków ani podmiotem atrakcyjnym dla *venture capital*. Pomimo faktu, że w tym wypadku klasyczne IPO spółki CD Projekt nie miało miejsca, wydaje się, że sukces tej spółki nie byłby możliwy w jakichkolwiek innych warunkach niż rynek kapitałowy. Zob. A. Torchała, *Mija 8 lat od debiutu CD Projektu na GPW. Nie zawsze było różowo*, 26 lipca 2019 r., https://www.bankier.pl/wiadomosc/Jak-CD-Projekt-na-gielde-wchodzil-7713315.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[13] Znamiennym dowodem na słuszność tej tezy jest sfinalizowany pod koniec 2020 r. i historyczny pod względem skali proces IPO Allegro. Akcje zostały dopuszczone i wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym GPW, lecz zatwierdzone były przez *Commission de Surveillance du Secteur Financier,* organ regulacyjny w Luksemburgu. Odbyło się to na tzw. zasadzie „paszportowania" prospektu do KNF. Pomimo niespotykanej wcześniej skali wpływy z oferty zostały przeznaczone m.in. na spłatę zadłużenia spółki i realizację zysków przez fundusze *private equity* – spółka otrzymała ograniczone środki na dalszy rozwój. Zob. Prospekt emisyjny Allegro.eu, https://www.bm.pkobp.pl/media_files/cb8e3647-0907-4912-9872-50ad311abcf3.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[14] J. Kesten, *The Law and Economics...*, s. 29.

[15] M. Adamska (red.), *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej,* praca zbiorowa ekspertów BDO, Warszawa 2008, s. 50.

mającą przełożenie nie tylko na ich wycenę, lecz także możliwość powiązania tego czynnika z programami motywacyjnymi dla kadry zarządzającej lub wykorzystania akcji jako formy bezgotówkowej zapłaty za przejęcia[16]. Do tej grupy można zaklasyfikować także wzmocnienie rozpoznawalności, reputacji, jak również wciąż obecny prestiż związany z rynkiem kapitałowym[17]. Obecność na tym rynku wzmacnia również zdolność negocjacyjną spółki z bankami lub innymi kredytobiorcami w zakresie finansowania, co skutkuje obniżeniem kosztu pozyskania kapitału[18].

Trzecia grupa dotyczy wymiernych korzyści dla tzw. insiderów, np. dotychczasowych akcjonariuszy lub założycieli spółki. Korzyści te są bezpośrednio związane z uzyskaniem zwiększonej płynności akcji danej spółki – akcje spółki publicznej są łatwo zbywalne na rynku, co ma bezpośrednie odzwierciedlenie nie tylko w ich wycenie, lecz także w postawie i horyzoncie inwestycyjnym obecnych akcjonariuszy. Z ich perspektywy proces IPO może nieść ze sobą dwie alternatywne możliwości – osłabienie lub wzmocnienie kapitałowej więzi ze spółką. Pierwsza z nich może mieć swój przejaw w postaci dywersyfikacji osobistego portfela inwestycyjnego – akcjonariusz może zdecydować o całkowitym zamknięciu pozycji i realizacji zysków lub redukcji swojej pozycji poprzez zbycie akcji. Może to nastąpić już na etapie IPO, jak również później – na rynku wtórnym[19]. Druga możliwość

[16] Tak: O. Reiche, *The Phenomenon of IPO Underpricing in the European and U.S. Stock Markets,* Hamburg 2015, s. 17 oraz J. Kesten, *The Law and Economics...*, s. 29.

[17] M. Adamska (red.), *Droga na giełdę...*, s. 50. W ocenie autora za korzyść nie może być jednak uznana: „możliwość nieodpłatnej promocji w mediach i prasie", jak wskazują B. Binek, P. Heciak, M. Stępniewski i D. Waltz-Komierowska. Reżim informacyjny rynku regulowanego skutecznie w tym zakresie ogranicza możliwości spółek publicznych, szczególnie pod względem przekazywania informacji o charakterze promocyjnym, które mogą mieć charakter cenotwórczy. Co więcej, transparentność tego rynku może powodować sytuację, w której przedmiotem zainteresowania mediów i prasy będą właśnie informacje bez pozytywnego wydźwięku – takie, które spółka była zobowiązana przekazać. Zob. B. Binek, P. Heciak, M. Stępniewski, D. Waltz-Komierowka, *Prawa i obowiązki spółki publicznej*, Warszawa 2007, s. 14.

[18] Tak: M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why do Companies...*, s. 39 oraz R.G. Heim, *Going Public in Good Times and Bad: A Legal and Business Guide*, New York 2002, s. 22.

[19] Niniejsze wymaga jednak uzupełnienia o umowę typu *lock-up*. W związku z przeprowadzanym procesem IPO pomiędzy kluczowymi akcjonariuszami spółki a domem maklerskim, odpowiedzialnym za ofertę akcji, może zostać zawarta umowa zobowiązująca ak-

jest przeznaczona dla akcjonariusza/założyciela, który zamierza pozostać w spółce, a nawet wzmocnić lub odzyskać swoją czołową pozycję. Akcjonariusz ten może uzyskać przewagę w wyniku wyeliminowania z akcjonariatu np. funduszy *venture capital*, które wykorzystują IPO do realizacji zysków i wyjścia z inwestycji. Innym rozwiązaniem mogą być możliwości, jakie dają akcje uprzywilejowane[20]. Oba te scenariusze nie byłyby możliwe do realizacji podczas klasycznej sprzedaży akcji innemu podmiotowi.

Spółka decydująca się na IPO nie działa jednak w oderwaniu od realiów rynkowych. Zwieńczenie procesu sukcesem, zarówno pod kątem wyceny akcji w IPO, jak i późniejszych notowań, wymaga wykorzystania przez spółkę „okna pogodowego", zgodnego z tzw. cyklami IPO. Wśród determinantów cykli IPO najczęściej wymienia się cztery czynniki: warunki gospodarcze i biznesowe, nastroje inwestorów, asymetrię informacyjną pomiędzy inwestorem a spółką, jak również ryzyka i niepewności natury politycznej[21].

Jednakże nawet wybranie najlepszego momentu na przeprowadzenie procesu, nie oznacza, że uzyskanie statusu spółki publicznej nie będzie niosło ze sobą negatywnych konsekwencji. Trafnie są one określane mianem kosztów wynikających z decyzji o obecności na rynku kapitałowym[22]. Koszty te można podzielić na bezpośrednie i pośrednie[23]. Oczywiście pierwszym i najłatwiejszym do skwantyfikowania jest bezpośredni koszt poniesienia

cjonariuszy do niezbywania akcji spółki w określonym czasie po IPO. Mechanizm ten ma zapewnić inwestorów o dalekosiężnych planach kluczowych akcjonariuszy co do spółki, jak i powstrzymać spadek kursu wynikający z potencjalnej sprzedaży akcji tuż po debiucie. Niniejsze ma charakter osobistego zobowiązania. Zob. D. Pajewska, [w:] P. Ciećwierz, I. Zielińska-Barłożek (red.), *Ryzyka prawne w transakcjach fuzji i przejęć*, Warszawa 2013, s. 70. Treść umowy *lock-up* bywa także przedmiotem sporów pomiędzy jej stronami, zob. np. wyrok SN z dnia 21 marca 2013 r. (sygn. akt II CSK 322/12). Co do zasady umowa typu *lock-up* może być także zastosowana w transakcjach prywatnych np. przy sprzedaży udziałów w sp. z o.o. Szerzej: B. GesselKalinowska vel Kalisz, *Oświadczenia i zapewnienia w umowie sprzedaży udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością (w świetle zasady swobody umów)*, Warszawa 2010, s. 198.

[20] J. Kesten, *The Law and Economics...*, s. 29.

[21] *Ibidem*, s. 30.

[22] Tak: M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why do Companies...*, s. 36.

[23] Zob. J.R. Ritter, *The Costs of Going Public*, Journal of Financial Economics 1987, vol. 19, nr 2, s. 271 i n.

nakładów związanych z przygotowaniem procesu IPO[24]. Całkowity koszt emisji akcji w związku z dopuszczeniem do obrotu na rynku oficjalnych notowań powinien być informacją jawną, stosownie do rozporządzenia w sprawie informacji bieżących[25]. Przykładowo, w rozporządzeniu w sprawie informacji bieżących, zgodnie z § 16 ust. 1 pkt 12, informacje o kosztach emisji są traktowane jako szczególny przypadek przekazywania raportu bieżącego. Wraz z zakończeniem subskrypcji lub sprzedaży, związanych z dopuszczeniem papierów wartościowych emitenta do obrotu na rynku oficjalnych notowań lub na rynku regulowanym państwa członkowskiego innego niż RP i przydziałem papierów wartościowych, emitent jest zobligowany do spełnienia obowiązku informacyjnego. Przekazuje, w formie raportu bieżącego, informację w zakresie wysokości łącznych kosztów, które zostały zaliczone do kosztów emisji, ze wskazaniem wysokości kosztów według ich tytułów, w podziale na co najmniej następujące grupy kosztów – przygotowanie i przeprowadzenie oferty; wynagrodzenia subemitentów[26], dla każdego oddzielnie; sporządzenie prospektu emisyjnego, z uwzględnieniem kosztów doradztwa oraz promocji oferty. Warto natomiast podkreślić, że część kosztów związanych z emisją nie ma charakteru obowiązkowego[27]. Za koszty pośrednie można natomiast uznać te związane

[24] Zgodnie z raportem *European IPO Report 2020 – Recommendations to improve conditions for European IPO markets,* opublikowanym przez European IPO Task Force, szacunkowe koszty związane z przeprowadzeniem procesu IPO wynoszą około: (i) 10%–15% kwoty pozyskanej z pierwszych ofert publicznych o wartości poniżej 6 mln EUR; (ii) 6%–10% kwoty pozyskanej z pierwszych ofert publicznych w przypadku ofert o wartości poniżej 50 mln EUR; (iii) 5%–8% kwoty pozyskanej z pierwszych ofert publicznych o wartości od 50 do 100 mln EUR; (iv) 3%–7,5% kwoty pozyskanej z pierwszych ofert publicznych w przypadku ofert o wartości powyżej 100 mln EUR. Zgodnie z efektem skali zwiększająca się wartość emisji powoduje spadek kosztu jednostkowego. Zob. https://fese.eu/app/uploads/2020/03/European-IPO-Report-2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[25] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. z 2018 r., poz. 757 ze zm.).

[26] W wyniku wejścia w życie przepisów nowelizacji u.o.p. w treści u.o.p. termin subemitent zdefiniowany w art. 14 u.o.p. został wykreślony i zastąpiony dodanym w art. 14a terminem gwaranta emisji. Oba pojęcia zostaną omówione szerzej w dalszej części rozdziału.

[27] Zob. A. Wawryszuk-Misztal, *Determinants of the Direct Costs of Initial Public Offerings*

z koniecznością spełniania obowiązków informacyjnych oraz dostosowania ładu korporacyjnego[28]. Koszty pośrednie i obecność na rynku regulowanym mają również konsekwencje w postaci – ujawnienia informacji przed konkurencją i potencjalnej utraty przewagi w tym zakresie[29], wahań związanych z kursem akcji[30], jak również utraty kontroli nad spółką i pojawienia się ryzyka przejęcia nad nią kontroli[31]. Kosztem pośrednim bywa określane także zjawisko niedoszacowania (ang. *underpricing*) ceny emisyjnej akcji w procesie IPO[32].

on the Warsaw Stock Exchange, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2016, nr 282, s. 228 i n.

[28] Wzrost kosztów pośrednich związanych z IPO może jednak powodować spadek innych kosztów. W tym zakresie M. Jensen oraz W. Meckling prezentują argumenty stanowiące o tym, że konieczność spełniania obowiązków informacyjnych związanych z obecnością na rynku regulowanym i ponoszenia kosztów w tym zakresie obniża jednak koszty wynikające ze stosunku agencyjnego, zagadnienia omawianego w rozdziale trzecim. Zob. M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the firm...*, s. 313 i n.

[29] Zob. F. Bancel, U.R. Mittoo, *Survey evidence: what do we know about European and US firms' motivations for going public?* [w:] M. Levis, S. Vismara (red.), *Handbook of Research on IPOs*, Northampton 2013, s. 60–61.

[30] Zmienność (ang. *volatility*) notowań akcji jest powszechnie uznana za nieodłączny element rynku kapitałowego i efektywności informacyjnej. Zob. np. G.W. Schwert, *Stock Market Volatility*, Financial Analysts Journal 1990, vol. 46, nr 3, s. 23–34.

[31] J. Kesten, *The Law and Economics...*, s. 30. W takiej sytuacji podkreśla się również mechanizm tzw. wrogiego przejęcia (ang. *hostile takeover*) spółki publicznej – procesu, w ramach którego zarząd spółki przejmującej zgłasza ofertę nabycia akcji spółki przejmowanej (ang. *tender offer*) bezpośrednio akcjonariuszom tej spółki z pominięciem jej organów albo wręcz wbrew ich zgodzie. Wrogie przejęcie jest transakcją o charakterze udziałowym i jest dokonywane w odniesieniu do akcji spółki publicznej, które są dopuszczone do obrotu. Z uwagi na to zjawisko powstały liczne narzędzia „obrony" przed wrogimi przejęciami. W tym zakresie por. T. Sójka, *Reaktywne mechanizmy obrony przed wrogim przejęciem w prawie polskim*, PPH 2017, nr 11, s. 5–11; A. Opalski, *Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia*, PPH 2011, nr 8, s. 4–16; M. Wolangiewicz, *Środki obrony przed wrogim przejęciem stosowane na etapie poprzedzającym wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji*, PPH 2018, nr 6, s. 19–24.

[32] Zjawisko niedoszacowania ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej opiera się na relacji wysokości ceny emisyjnej i pierwszej ceny akcji po wprowadzeniu do obrotu giełdowego. Jeżeli cena emisyjna akcji jest niższa od jej pierwszej ceny giełdowej, to różnicę tę określa się mianem niedoszacowania ceny akcji podczas IPO. Badania empiryczne wskazują jednak, że niedoszacowanie ceny emisyjnej w procesie IPO jest powszechnie wy-

Ostateczna decyzja o słuszności procesu IPO wymaga uwzględnienia odpowiednich warunków rynkowych i potwierdzenia bilansu zysków i strat, czyli przewagi korzyści nad kosztami. Sprowadza się to jednak do prostej zależności – spółka ma na celu uzyskanie jak największej ilości kapitału w zamian za jak najmniejszą liczbę akcji przeznaczonych do sprzedaży w ramach oferty publicznej[33].

4.2. Ramy płaszczyzny porównawczej

Oparcie definicji spółki publicznej na kryterium dematerializacji akcji, zgodnie z poprzednią definicją zawartą w u.o.p., rodziło konsekwencje w postaci mnogości przypadków uzyskania tego statusu zarówno w zakresie trybu – obligatoryjnej bądź fakultatywnej dematerializacji, jak i samej płaszczyzny obrotu zorganizowanego – rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu. Za M. Michalskim można wyróżnić pięć zasadniczych przypadków dematerializacji pierwotnej akcji – katalog ten, co do zasady, nie uległ zmianom legislacyjnym[34]:

(i) Subskrypcja akcji przeprowadzona w ramach oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p. oraz art. 3 ust. 1a u.o.p. w znowelizowanym brzmieniu. W tym przypadku spółka posiada autonomię decyzyjną w zakresie dematerializacji i ta ostatnia ma tym samym charakter fakultatywny.

stępującym zjawiskiem na rynkach akcji. Jedną z teorii mających na celu wyjaśnienie tego zjawiska jest asymetria informacyjna pomiędzy stronami IPO – emitentem, sprzedającym, bankami inwestycyjnymi oraz inwestorami. Jeśli jedna ze stron ma większą wiedzę od pozostałych, może to powodować zaburzenie równowagi. Por. O. Reiche, *The Phenomenon of IPO Underpricing...,* s. 41–59 oraz T. Sójka, *Umowa objęcia akcji*, Warszawa 2012, s. 45 i n.

[33] J. Kesten, *The Law and Economics...*, s. 30.

[34] Zob. M. Michalski, *Spółki...*, s. 85–86 oraz tenże, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 149. T. Sójka podkreśla także, że subskrypcja akcji w ramach oferty publicznej nie jest odrębnym podtypem umowy objęcia akcji i w drodze oferty publicznej może dojść do zawarcia każdego z podtypów umowy objęcia akcji. Zob. T. Sójka, *Umowa objęcia...*, s. 108–109.

(ii) Subskrypcja akcji w ramach oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p. oraz art. 3 ust. 1a u.o.p. w znowelizowanym brzmieniu i w bezpośrednim następstwie oferty wystąpienie przez spółkę o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym. Oznacza to konieczność dematerializacji i tym samym przypadek ten można określić mianem dematerializacji obligatoryjnej.

(iii) Subskrypcja akcji nie odbywa się w ramach oferty publicznej, jednak spółka podjęła uchwałę, stosownie do art. 27 ust. 2 pkt 3a u.o.p., zgodnie z którym uchwałę walnego zgromadzenia spółki w sprawie ubiegania się o dopuszczenie akcji objętych prospektem emisyjnym do obrotu na rynku regulowanym jest równoznaczne z dematerializacją obligatoryjną.

(iv) Subskrypcja akcji odbywała się w ramach oferty publicznej, a spółka zamierza wprowadzić akcje do alternatywnego systemu obrotu, co oznacza dematerializację fakultatywną.

(v) Subskrypcja akcji nie odbywa się w ramach oferty publicznej, a spółka nie zamierza wprowadzić akcji do alternatywnego systemu obrotu. Sytuacja ta również nie powodowała obowiązku dematerializacji akcji i jest określana mianem dematerializacji fakultatywnej.

Różnicą o fundamentalnym charakterze jest jednak brak automatycznego uzyskania statusu spółki publicznej, będącego rezultatem przeprowadzenia dematerializacji pierwotnej – stosownie do każdego z powyższych przypadków. W poprzednim stanie prawnym dematerializacja pierwotna akcji warunkowała wszakże uzyskanie tego szczególnego statusu[35]. Powyższy podział także doskonale oddaje brak ostrości kryterium definicyjnego dematerializacji akcji w odniesieniu do definicji spółki publicznej. Mnogość scenariuszy, jakie w praktyce mogły spowodować uzyskanie statusu spółki publicznej w obrocie prawnym, oparta była nie wyłącznie na samym kryterium dematerializacji, lecz także na jego fakultatywnej bądź obligatoryjnej istocie. Konsekwencją było, tak jak wskazano wcześniej, wykroczenie zakresu pojęciowego kategorii spółek publicznych już nie tylko poza obszar rynku regulowanego, poprzez dodanie alternatywnego systemu obrotu, ale również całkowite wręcz opuszczenie dotychczas zamkniętego systemu

[35] M. Michalski, *Spółki…*, s. 85.

obrotu zorganizowanego. W określonych przypadkach spółka publiczna zdawała się nie posiadać już jakiegokolwiek prawnego lub funkcjonalnego łącznika związanego z rynkiem kapitałowym – stała się modelową spółką akcyjną ze zdematerializowanymi akcjami i nieco innym katalogiem obowiązków informacyjnych. Nowa, oparta na kryterium obrotu zorganizowanego, definicja spółki publicznej jest właściwym punktem wyjściowym do dalszej analizy, ponieważ spółka publiczna znów może być rozpatrywana w bezpośrednim związku z jej immanentną cechą, tj. obecnością na rynku kapitałowym.

W tym miejscu za niezbędne należy uznać wyodrębnienie właściwej płaszczyzny dyskursu pomiędzy definicją opartą na kryterium dematerializacji akcji, jak i definicją bazującą na kryterium dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia ich do alternatywnego obrotu. Będzie to niezbędne w celu wzajemnej analizy obu tych definicji, ze szczególnym uwzględnieniem aspektów dotyczących dematerializacji. W tym celu, w ocenie autora, konieczne jest wyodrębnienie z obu tych definicji jednego elementu, który będzie umożliwiał dalszą analizę. Niewątpliwie za wspólny mianownik obu definicji można uznać rynek regulowany. Sama dematerializacja akcji nie mogłaby być uznana za właściwe kryterium przede wszystkim z uwagi na nadchodzące wprowadzenie powszechnej obowiązkowej dematerializacji akcji w ramach nowelizacji k.s.h. Dodatkowo za powyższym podejściem przemawiają aspekty komparatystyczne – konieczne jest również znalezienie wspólnej płaszczyzny pomiędzy definicją zawartą w prawie polskim oraz w innych porządkach jurydycznych.

Za wyborem rynku regulowanego jako dalszej płaszczyzny porównawczej stoją przesłanki, które można podzielić na cztery odrębne, choć wzajemnie na siebie oddziałujące, grupy: historyczne, prawne i regulacyjne – gwarantujące bezpieczeństwo obrotu, ekonomiczne oraz komparatystyczne.

Po pierwsze, w prawie polskim historyczne powiązanie dematerializacji obligatoryjnej z obrotem na rynku regulowanym wynikało z art. 5 oraz art. 98 p.p.o.p.w. 1997, określającego zasadę przymusu rynku regulowanego w odniesieniu do publicznego obrotu papierami wartościowymi w płaszczyźnie obrotu wtórnego. Tak jak już wskazano w rozdziale pierwszym, ustawodawca nie umożliwiał uczestnikom swobody wyboru miejsca

obrotu. Poza enumeratywnie wskazanymi wyjątkami transakcje oraz wszelkie inne czynności prowadzące do przeniesienia praw z papierów wartościowych musiały być dokonywane za pośrednictwem rynku regulowanego[36]. Spółka publiczna korzystała tym samym z przejrzystego kryterium opartego na jednolitym reżimie prawnym, który klarownie definiował zarówno reguły obrotu oraz wynikające z tego obowiązki dla spółek, jak i zakres sprawowanego nadzoru[37].

Po drugie, mimo odejścia w 2005 r. od zasady przymusu rynku regulowanego, zapewniającej jednolitą płaszczyznę obrotu wtórnego, rynek regulowany, tak jak wskazano już w rozdziale drugim, wciąż pozostaje najważniejszą i unikalną płaszczyzną obrotu, także pod względem prawnym i regulacyjnym. Trafnie oddaje to również art. 18 u.o.i.f. w znowelizowanym, ze względu na dyrektywę MIFID II, brzmieniu. Zgodnie z tym przepisem na spółce prowadzącej rynek regulowany spoczywają obowiązki odzwierciedlające rolę, jaką ma pełnić ten rynek. Trzy wymogi stawiane przed rynkiem regulowanym w zwarty sposób oddają jego rolę – rynek ten ma, poprzez koncentrację podaży i popytu w jednym systemie i czasie, kształtować kurs instrumentów finansowych. Ma to się odbywać w sposób bezpieczny dla wszystkich uczestników, ze szczególnym uwzględnieniem inwestorów indywidualnych, oraz zapewniać upowszechnianie jednolitych informacji o kursach i obrotach instrumentami finansowymi, będącymi przedmiotem obrotu[38]. Zgodnie z powyższym rynek regulowany można określić mianem miejsca, gdzie dematerializacja stanowi bezpośrednio o jego bezpieczeństwie i sprawności obrotu[39]. Powyższe można uzupełnić dodatkowo

[36] M. Michalski, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 660.

[37] Należy jednak zaznaczyć, że omawiana przesłanka, choć istotna i ilustrująca zupełność prezentowanego rozwiązania, nie może być rozpatrywana w oderwaniu od pozostałych argumentów. W takim przypadku naturalnym kontrargumentem byłaby teza, że przepisy p.p.o.p.w. 1997 nie przewidywały przecież istnienia alternatywnego systemu obrotu, ponieważ pojęcie to zostało wprowadzone dopiero w 2005 r. w ramach wejścia w życie przepisów u.o.i.f., u.o.p. oraz u.n.r.k. Zob. M. Pachucki, *Alternatywny System Obrotu – nowe miejsce...*, s. 18–19.

[38] Zob. P. Lasota, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 652.

[39] Tak: M. Michalski, *Spółki...*, s. 81.

o pogląd traktujący dematerializację szeroko. Jest to perspektywa depozytu papierów wartościowych – zarówno pod względem funkcjonalnym, tj. powiązanych i hierarchicznie ukształtowanych urządzeń rejestracyjnych, jak i instytucjonalnym, tj. struktury podmiotów odpowiedzialnych za prowadzenie rachunków papierów wartościowych wraz z centralną instytucją depozytowo-rozliczeniową[40].

Po trzecie, jak wykazano w rozdziale drugim, ze względu na skalę istnieje fundamentalna dysproporcja pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu. Biorąc pod uwagę fakt, że w ostatnich latach kapitalizacja spółek notowanych w ramach ASO NewConnect była prawie sto piętnaście razy mniejsza od spółek notowanych na rynku regulowanym GPW, należy poddać ocenie zasadność zabiegu legislacyjnego uwzględnienia tej płaszczyzny obrotu obok rynku regulowanego jako wspólnie stanowiących obrót zorganizowany. Obie płaszczyzny obrotu funkcjonują w całkowicie odmiennych realiach rynkowych. Wydaje się, że jest to założenie zasadne na potrzeby prowadzonego dyskursu, natomiast należy bezwzględnie pamiętać o tym, że dysproporcje tych rozmiarów są czymś powszechnym dla rynku kapitałowego i doskonale uwidaczniają skalę porównawczą. Jeśli łączna kapitalizacja rynku głównego GPW (rynku podstawowego oraz rynku równoległego) jest przeszło sto razy większa od ASO – NewConnect, to jednak łączna wartość GPW pod względem kapitalizacji spółek jest zbliżona do pojedynczych spółek notowanych na rynkach regulowanych giełd europejskich, takich jak np. Nestlé lub Roche ze szwajcarskiej SIX Swiss Exchange lub Louis Vuitton Moët Hennessy z francuskiej Euronext[41].

Po czwarte, wstępne założenia z zakresu analizy prawno-porównawczej wskazują na to, że definicja spółki publicznej powinna opierać się na rynku regulowanym, a poprzednia definicja spółki publicznej była unikalna w sensie negatywnym w porównaniu z innymi państwami Europy. Zarówno w prawie unijnym, jak i wśród poszczególnych państw członkowskich UE kryterium adresowanym do spółek publicznych jest przeprowadzenie oferty

[40] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 572.

[41] Zob. PWC, *Raport Global Top 100 companies by market capitalisation*, https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/assets/global-top-100-companies-june-2020-update.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

publicznej bądź dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym[42]. Aspekt ten stanowi przedmiot zainteresowania autora w rozdziale siódmym.

Powyższa argumentacja pozwala na następujący wniosek. W stanie prawnym sprzed nowelizacji u.o.p. pozbawienie akcji nośnika materialnego na rzecz zapisu na rachunku elektronicznym papierów wartościowych dotyczyło dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, w szczególności jeśli akcje spółki publicznej były już dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Nowa definicja spółki publicznej opiera się na kryterium dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia ich do alternatywnego systemu obrotu. Obligatoryjną dematerializację akcji powiązaną z rynkiem regulowanym należy uznać za właściwą zależność pomiędzy poprzednią i obecną definicją spółki publicznej. Dodatkowo, z uwagi na konieczność ukazania specyfiki procesu na gruncie prawa polskiego w odniesieniu do definicji, dalsze rozważania obejmą swym zakresem terytorium RP i pełne postępowanie przed KNF, choć etap zaistnienia spółki publicznej w obrocie jest zbliżony konstrukcyjnie także w przypadku emitenta mającego siedzibę na terytorium UE. Tym samym dalsze rozważania dotyczące zaistnienia, obecności, jak i utraty statusu spółki publicznej zostaną ograniczone do zakresu rynku regulowanego, a z rozważań wyłączono alternatywny system obrotu.

4.3. Proces IPO

Jak wskazano w rozdziale drugim, aby poprawnie zidentyfikować obrót pierwotny, przedmiotem oferty publicznej powinny być papiery wartościowe nowej emisji, przy czym należy przez nie rozumieć nie tylko papiery wartościowe będące przedmiotem planowanej emisji, jeśli oferty dokonuje emitent, lecz także papiery wartościowe aktualnie istniejące, które były uprzednio wykreowane przez emitenta i są ofertowane przez gwaranta emisji. Obrót pierwotny nie występuje zatem, gdy przedmiotem nowej emisji są papiery wartościowe, które nie są zbywane w trybie oferty publicznej. Powyższa definicja obrotu pierwotnego, będąca już przedmiotem rozważań,

[42] Tak: K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 122.

wymaga jednak doprecyzowania w zakresie istotnym z perspektywy toczonego wywodu. Tematyka zaistnienia spółki publicznej w obrocie, niezależnie od definicji samej spółki, opiera się na pewnych wspólnych elementach.

Proces IPO jest drogą upubliczniającą akcje i tak jak wskazano powyżej, przejście spółki akcyjnej przez szczelnie ufortyfikowaną administracyjno-prawnie granicę rynku regulowanego pozwala nie tylko na objęcie jej innym reżimem prawnym, lecz przede wszystkim na uzyskanie statusu spółki publicznej. Uzyskanie tego statusu przez istniejącą spółkę akcyjną w procesie IPO jest, co do zasady, związane z nową emisją akcji[43] i dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym – określa się to łącznie mianem tzw. debiutu[44] (ang. *listing*). W ramach tej drogi można przyjąć założenie teoretyczne, iż modelowy jej przebieg zakłada: przygotowanie prospektu, ofertę publiczną oraz dematerializację, dopuszczenie wraz z wprowadzeniem akcji do obrotu na rynku regulowanym – łącznie określane jako zaistnienie spółki publicznej w obrocie[45]. Choć każda transakcja jest inna[46], z praktycznego punktu widzenia proces ten można przedstawić w sposób funkcjonalny,

[43] M. Dyl wprost zaznacza, że nowa emisja akcji przeprowadzona w trybie oferty publicznej umożliwia nabycie tych papierów wartościowych i w konsekwencji przeważa to o traktowaniu tego procesu jako obrotu pierwotnego. Zob. M. Dyl, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 765.

[44] K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 243. Pojęcie debiutu jest stosowane również w oficjalnej komunikacji przez GPW. Zob. https://www.gpw.pl/debiuty (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[45] Zgodnie z art. 7 ust. 1 u.o.p. w poprzednim brzmieniu oferta publiczna lub dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym wymagała udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego. Procedura ta była zasadą, a pozostałe przypadki mieściły się w tzw. katalogu wyłączeń bądź wyjątków prospektowych. Wśród tych ostatnich można podkreślić memorandum informacyjne, zasadę jednolitego paszportu (ang. *single passport*), ubieganie się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym instrumentów innych niż papiery wartościowe lub wprowadzenie papierów wartościowych do alternatywnego systemu obrotu. Aktualnie wyjątki te są ujęte w rozporządzeniu 2017/1129. Por. T. Sójka, *Obowiązki informacyjne...,* s. 65–68; M. Dyl, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19...*, s. 768 i n. oraz K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*, s. 189.

[46] W zależności od struktury transakcji oraz celu realizowanego przez akcjonariuszy i spółkę struktura procesu może zakładać albo emisję nowych akcji wraz ze sprzedażą akcji już istniejących, albo emisję akcji, albo sprzedaż akcji istniejących. Jest to również związane z wymogiem rozproszenia akcjonariatu, który będzie omówiony w dalszej części rozdziału.

pozostając jednak w ściśle określonym reżimie prawnym definiowanym przez trzy wyżej wymienione pojęcia, które mają charakter fundamentalny.

Z jednej strony, przybliży to znowelizowaną terminologię uprzednio sygnalizowanych i elementarnych pojęć rynku kapitałowego, których definicje zostały usunięte z prawa polskiego w wyniku bezpośredniego stosowania przepisów rozporządzenia 2017/1129 oraz wejścia w życie nowelizacji u.o.p. Rozproszenie przepisów regulujących proces IPO było zjawiskiem historycznym i przybrało na sile wyłącznie w ostatnich latach, zwłaszcza w wyniku redefinicji całej siatki pojęciowej w ramach ujednolicania przepisów na poziomie UE. Obecnie tematyka ta jest przedmiotem regulacji aktów prawa polskiego: u.o.p., u.o.i.f. oraz k.s.h., jak również prawa europejskiego, przede wszystkim rozporządzenia 2017/1129. Pomocniczo stosuje się także rozporządzenie 2019/979[47] oraz rozporządzenie 2019/980[48]. Powyższe rozproszenie wpisuje się także w przedstawioną wcześniej konstrukcję, w ramach której regulacje dotyczące spółki publicznej „płynnie" przechodzą nie tylko pomiędzy prawem publicznym i prywatnym, ale również pomiędzy prawem polskim i europejskim.

Z drugiej strony, zabieg ten pomoże także wskazać różnice pomiędzy definicją spółki publicznej opartą na kryterium dematerializacji, jak i definicją opartą na kryterium obrotu zorganizowanego. Jest to kluczowe z perspektywy omawianego tematu.

[47] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/979 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kluczowych informacji finansowych w podsumowaniu prospektu, publikacji i klasyfikacji prospektów, reklam papierów wartościowych, suplementów do prospektu i portalu zgłoszeniowego oraz uchylające rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 382/2014 i rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/301 (Dz. Urz. UE L 166 z dnia 21 czerwca 2019 r., s. 1, ze zm.).

[48] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/980 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do formatu, treści, weryfikacji i zatwierdzania prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, i uchylające rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 (Dz. Urz. UE L 166 z dnia 21 czerwca 2019 r., s. 26, ze zm.).

4.3.1. Uczestnicy procesu

Proces IPO można scharakteryzować jako wiązkę, rdzeniem której pozostają oczywiście uporządkowane działania formalnoprawne. Zewnętrznie widoczne są jednak przede wszystkim aspekty m.in. biznesowe, finansowe oraz marketingowe – konstrukcja determinuje tym samym poszczególne role, jakie spełniają w tym procesie jego uczestnicy. W ocenie autora, z uwagi na implikacje płynące z przeprowadzenia procesu IPO, za niezbędne należy uznać również zwięzłe przedstawienie procesu od strony biznesowej wraz z określeniem poszczególnych ról.

Przede wszystkim emisja akcji w rozumieniu procesu IPO musi nastąpić po powzięciu woli wejścia na giełdę[49], opierając się na przedstawionym uprzednio bilansie zysków i strat płynących z tej decyzji. Na tym etapie spółka akcyjna, ubiegająca się o status spółki publicznej, odgrywa już rolę emitenta – pojęcia nadrzędnego w toczącym się procesie i determinującego role pozostałych uczestników[50].

Pojęcie emitenta jest centralnym terminem w obrębie rynków kapitałowych i należy zgodzić się z M. Wierzbowskim i P. Wajdą, że nie jest możliwe, aby rynek ten istniał bez emitentów, kreujących podaż instrumentów finansowych oraz inwestorów – odpowiedzialnych w tym zakresie za popyt[51]. Obecnie mianem emitenta, zgodnie z art. 2 lit. h rozporządzenia 2017/1129 – wynikającym z odesłania zawartego w art. 4 pkt 6, określa się podmiot prawny, który emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe[52]. W myśl poprzedniej definicji emitent decydujący się

[49] Tak: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 277.

[50] Uczestnicy procesu IPO przedstawieni są z perspektywy emitenta oraz akcjonariusza sprzedającego i nie obejmują tym samym m.in. KNF, KDPW lub GPW. W zakresie odmiennego podziału zob. *Ibidem*, s. 272.

[51] M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 13. Pogląd ten jest również w pełni tożsamy z prezentowanym wcześniej stanowiskiem, są to elementy konstrukcyjne rynku kapitałowego.

[52] Historycznie rzecz biorąc, definicja emitenta w prawie polskim zawarta była w art. 4 pkt 6 u.o.p., zgodnie z którym emitentem był podmiot emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu. Nowelizacja u.o.p. wprowadziła bezpośrednie odwołanie do treści art. 2 lit. h rozporządzenia 2017/1129. Podkreślić należy tym samym, że choć zgodnie z art. 1 u.o.p. przepisy ustawy regulują elementarne pojęcia, takie jak oferta publiczna lub emi-

na dematerializację akcji uzyskiwał status spółki publicznej, choć rozwiązanie to było oparte na zależności stanowiącej o tym, że nie każdy emitent jest spółką publiczną, ale każda spółka publiczna jest emitentem[53]. Uzupełniająco należy jednak dodać, że w art. 4b ust. 1 u.o.p. ustawodawca definiuje również pojęcie emitenta ubiegającego się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym[54]. Należy przez to rozumieć emitenta, który odpowiednio wystąpił z wnioskiem o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Zgodnie z powyższym istnieją dwie kumulatywne przesłanki do spełnienia – bycie emitentem w rozumieniu art. 4 pkt 6 u.o.p. oraz poprawne wystąpienie z wnioskiem o dopuszczenie papierów do obrotu na rynku regulowanym. W tym kontekście, zgodnie z wprowadzonym nowelizacją u.o.p. art. 4b ust. 2 u.o.p., ustawodawca posługuje się także innym pojęciem – podmiotu zamierzającego ubiegać się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Jest to podmiot, którego właściwy organ podjął uchwałę w sprawie ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

Choć proces IPO bez emitenta nie byłby możliwy[55], historycznie towarzyszy mu również akcjonariusz, określany na przestrzeni ostatniej dekady odmiennymi, mniej lub bardziej trafnymi pojęciami[56]. Nowelizacja u.o.p.

tent, terminy te nie są zdefiniowane w jej treści. Sama definicja emitenta w rozporządzeniu 2017/1129 może być określona mianem *idem per idem* ze względu na użycie niezdefiniowanego pojęcia emisji. Zob. I. Pieczyńska-Czerny, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 2092.

[53] Zob. R. Szymański, K. Kocemba, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013, s. 43.

[54] Art. 4b ust. 1 u.o.p. obejmuje swym zakresem także alternatywny system obrotu. Krytycznie w zakresie uprzedniego brzmienia art. 4b u.o.p. zob. M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 24.

[55] Podzielić należy jednak uwagi M. Mariańskiego, który trafnie podkreśla, że choć emisja pozostaje centralnym pojęciem w zakresie rynku finansowego, sama pozycja emitenta zdaje się ulegać stopniowej marginalizacji. Zob. M. Mariański, *Pozycja emitenta na rynku finansowym – ewolucja oraz kierunki przemian*, PPH 2017, nr 8, s. 37 i n.

[56] Pojęcie sprzedającego weszło w życie w wyniku nowelizacji u.o.p. w 2013 r. i zastąpienia terminu wprowadzającego. Obecnie już uchylony art. 4 pkt 7 u.o.p. trafnie odzwierciedlał pełnioną rolę – był to podmiot, który jako sprzedający – właściciel papierów wartościowych dokonywał ich oferty publicznej.

wprowadziła termin oferującego, który zgodnie z odesłaniem art. 4 ust. 7a do art. 2 lit. i rozporządzenia 2017/1129 definiowany jest jako podmiot prawny lub osoba fizyczna, która publicznie oferuje papiery wartościowe.

W proces IPO zaangażowane są również inne podmioty, wspierające emitenta oraz akcjonariusza sprzedającego. Rolą doradców jest płynne przeprowadzenie emitenta przez proces. Podmiotami doradzającymi emitentowi oraz akcjonariuszowi sprzedającemu w procesie IPO są: menedżerowie oferty, doradca prawny[57], audytor[58] oraz przeważnie agencja marketingowa odpowiedzialna za aspekty PR (ang. *public relations*) oraz niekiedy IR (ang. *investor relations*, relacje inwestorskie). Mimo licznych zmian natury definicyjnej wypracowany przed laty podział ról wciąż pozostaje stały[59].

Doprecyzowania na tym etapie analizy wymaga wyłącznie rola menedżerów oferty (ang. *managers of the offering*), określanych także mianem banków inwestycyjnych (ang. *investment banks*)[60]. Rola ta w procesie IPO

[57] Rola doradcy prawnego w procesie IPO jest istotna z uwagi na fakt, że doradca prawny jest odpowiedzialny za przygotowanie prospektu oraz pomoc prawną na wszelkich etapach procesu. Działa więc nie tylko jako główny doradca emitenta w procesie, lecz również zapewnia zgodność z prawem czynności dokonywanych przez pozostałych doradców, jak np. zewnętrzna komunikacja lub raporty analityków. Przeważnie menedżerowie oferty w ramach procesu IPO angażują oddzielnego doradcę prawnego pomagającego im w procesie.

[58] Jest to biegły rewident jako podmiot uprawniony do przeprowadzania badań sprawozdań finansowych.

[59] Por. GPW, *Przewodnik dla emitentów giełdowych…*, s. 22 oraz M. Adamska (red.), *Droga na giełdę…*, s. 153.

[60] Historycznie ujmując, czołową rolę na tym etapie pełniła firma inwestycyjna, której definicja legalna znajduje się w art. 3 pkt 33 u.o.i.f., tj. dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie prowadząca na terytorium RP działalność maklerską. Zgodnie z art. 27 u.o.p. w poprzednim brzmieniu wniosek o zatwierdzenie prospektu do KNF składał emitent lub sprzedający za pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Obligatoryjny udział firmy inwestycyjnej w procesie emisji był jednym z przejawów zasady monopolu maklerskiego i został usunięty w nowelizacji u.o.p., co ustawodawca motywował znaczącym rozwojem rynku kapitałowego, świadomości emitentów i podmiotów doradzających (w szczególności kancelarii prawnych i firm inwestycyjnych), i tym samym spełnienie wymogu pośrednictwa firmy inwestycyjnej nie jest obecnie konieczne dla zapewnienia odpowiedniej jakości składanej dokumentacji. W tym

jest bezpośrednio zależna zarówno od skali danego procesu, jak i od tego, czy oferta akcji kierowana jest również do inwestorów zagranicznych. Banki inwestycyjne mogą pełnić funkcję: globalnego koordynatora oferty (ang. *global coordinators*), współprowadzącego księgę popytu (ang. *joint bookrunners*), jak i menedżera oferty. Role te wzajemnie się nie wykluczają, w procesie IPO może być dodatkowo obecny doradca finansowy. Rolą menedżerów oferty jest przede wszystkim plasowanie akcji wśród inwestorów instytucjonalnych, natomiast aby ułatwić zapisy inwestorom indywidualnym, praktyką jest utworzenie tzw. konsorcjum dystrybucyjnego, w ramach którego wchodzi większa liczba domów maklerskich. Dodatkowo, w wypadku procesów o odpowiednio dużej skali, przeważnie – choć nie jest to zasadą – menedżerowie oferty na czele z globalnym koordynatorem, jak i współprowadzącymi księgę popytu, mogą także pełnić dodatkową rolę – występując jako gwaranci emisji (ang. *underwriters*). Zgodnie z definicją wprowadzoną w wyniku nowelizacji u.o.p. mianem gwaranta emisji, w rozumieniu art. 4 pkt b u.o.p., określa się podmiot zobowiązujący się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej, opierając się na umowie o gwarancję emisji (ang. *underwriting agreement*). Umowa ta, zgodnie ze znowelizowanym art. 4 pkt 13a u.o.p., zawarta jest pomiędzy emitentem lub oferującym a gwarantem emisji i zobowiązuje gwaranta emisji do zapewniania dojścia jej do skutku lub sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej. Funkcjonujące w poprzednim stanie prawnym pojęcie subemitenta usługowego oraz inwestycyjnego należy poddać krytyce i w pełni podzielić oraz rozwinąć pogląd M. Wierzbowskiego, jak i P. Wajdy stanowiący o tym, że standardem rozwiniętych rynków kapitałowych jest sytuacja, gdy

kontekście wymóg pośrednictwa firmy inwestycyjnej w postępowaniu w sprawie zatwierdzenia prospektu nie wydaje się już niezbędny dla zapewnienia wysokiej jakości składanej dokumentacji. Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3755 z dnia 6 sierpnia 2019 r.), s. 12–13. K. Zacharzewski określił obligatoryjny udział firmy inwestycyjnej w procesie emisji jako jeden z przejawów zasady monopolu maklerskiego. Zob. K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 273.

emitent zawiera *underwriting agreement* z gwarantem, który jest najczęściej bankiem inwestycyjnym, na zasadzie niezwłocznej rozprzedaży na rzecz inwestorów[61]. Przeniesienie części ryzyka na bank inwestycyjny stanowi o istocie instytucji gwaranta emisji – jeśli proces ten nie przebiegnie pomyślnie, bank tym samym spełnił swoją rolę, gwarantując emisję, lecz pozostając właścicielem akcji, które nie znalazły nabywcy[62].

4.3.2. Przebieg procesu

Tak jak wskazano powyżej, w celu uchwycenia praktycznych implikacji zmiany kryterium definicji spółki publicznej proces IPO można zobrazować w sposób funkcjonalny, odnosząc się kolejno do jego trzech elementarnych części składowych: prospektu, oferty publicznej oraz zaistnienia spółki publicznej w obrocie.

4.3.2.1. Prospekt

Spółka akcyjna[63], po analizie rynkowej oraz doborze doradców, rozpoczyna proces IPO. Prawno-formalnym uwarunkowaniem niezbędnym do rozpoczęcia działań jest podjęcie przez walne zgromadzenie spółki szeregu uchwał natury korporacyjnej, jak i zmian w statucie, które będą odzwierciedlać nowy status spółki, jak np. uprzednio sygnalizowane zasady *corporate governance* oraz mechanizmów obrony przed wrogim przejęciem spółki. Rozwinięcia zdecydowanie wymagają uchwały korporacyjne, które uwzględnione są w art. 27 u.o.p. szczegółowo określającym wymagane załączniki do wniosku o zatwierdzenie prospektu:

(i) Uchwała emisyjna, określona w art. 27 ust. 2 pkt 3 u.o.p. i regulowana przez art. 431 oraz 432 k.s.h. Jej treść dotyczy podwyższenia

[61] Zob. M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 16.

[62] W zakresie przeglądu modeli gwarantowania emisji na rynkach zachodnich zob. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 242.

[63] W przypadku spółki z o.o. konieczne jest przekształcenie w spółkę akcyjną zgodnie z przepisami k.s.h., w szczególności art. 577 k.s.h. określającym wymogi warunkujące takie przekształcenie.

kapitału zakładowego poprzez emisję akcji objętych prospektem emisyjnym. Podkreślić należy, że zgodnie z art. 432 § 4 k.s.h. elementem specyficznym dla tej uchwały i oddającym jej charakter jest możliwość zawarcia w treści upoważnienia zarządu albo rady nadzorczej do określenia ostatecznej sumy, o jaką kapitał zakładowy ma być podwyższony. Suma ta nie może być niższa niż określona przez walne zgromadzenie suma minimalna ani wyższa niż określona przez walne zgromadzenie suma maksymalna tego podwyższenia[64].

(ii) Uchwała w sprawie ubiegania się o dopuszczenie akcji objętych prospektem emisyjnym do obrotu na rynku regulowanym, określona w art. 27 ust. 2 pkt 3a u.o.p. – dotyczy spółki, której akcje nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

Wymogi w zakresie powyższych dwóch uchwał nie uległy zmianie i wciąż stanowią niezbędne elementy procesu IPO, i są charakterystyczne dla akcji[65]. Odmiennie natomiast prezentuje się sytuacja trzeciej podstawy prawnej emisji, tj. uchwały walnego zgromadzenia w sprawie upoważnienia do zawarcia umowy o rejestrację akcji objętych prospektem emisyjnym w depozycie papierów wartościowych, która do czasu wejścia w życie nowelizacji u.o.p. była regulowana dodatkowo przez art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p. Jest to szczególnie istotne z perspektywy omawianego tematu, ponieważ już na etapie uchwał korporacyjnych można zauważyć różnicę w wymogach korporacyjnych, mającą bezpośredni związek z dematerializacją i zmianą definicyjną spółki publicznej. Uchwała ta miała bezpośredni związek z nadaniem upoważnienia zarządowi do zawarcia umowy z KDPW, co w uproszczeniu przesądzało o dematerializacji akcji i uzyskaniu statusu spółki publicznej. Jednakże zmiana definicji spółki publicznej spowodowała, że czynność ta nie jest już fundamentalna z perspektywy procesu i w ocenie ustawodawcy w tym kontekście brakowało dalszego uzasadnienia dla

[64] W doktrynie podkreśla się liczne wątpliwości związane z tym przepisem i tzw. widełkowymi emisjami. Zob. W. Chabasiewicz, *Ostateczna liczba oferowanych publicznie akcji*, PPH 2013, nr 3, s. 52 i n.

[65] Zob. M. Kuźnicka, M. Marczuk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 94.

istnienia wskazanego wymogu – przesądziło to o uchyleniu art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p.[66]

Argument ten jest niewątpliwie trafny, jednakże dotychczasowa praktyka rynkowa wskazuje, że uchwała tej treści wciąż jest podejmowana. Co więcej, wedle GPW nadal stanowi to jedną z przesłanek podstaw prawnych emisji[67]. Formalnie wymóg zawarcia przez emitenta umowy z KDPW w zakresie rejestracji papierów wartościowych został naturalnie utrzymany w treści art. 5 ust. 4 u.o.i.f., w związku z art. 5 ust. 8, zgodnie z którym zawarcie przez spółkę niebędącą spółką publiczną umowy o rejestrację praw do akcji oraz akcji w depozycie papierów wartościowych wymaga upoważnienia zawartego w uchwale walnego zgromadzenia tej spółki. W myśl art. 17 § 1 k.s.h., jeżeli do dokonania czynności prawnej przez spółkę ustawa wymaga uchwały wspólników albo walnego zgromadzenia bądź rady nadzorczej, czynność prawna dokonana bez wymaganej uchwały jest nieważna[68]. Dotychczasowe stanowisko, mimo zmiany przepisów, podtrzymywał także KDPW, podkreślając, że zawarcie umowy o rejestrację papierów wartościowych, a następnie jej realizacja, powinny następować wyłącznie w przypadku całkowitej pewności co do tego, że zarząd emitenta posiada stosowne upoważnienie wyrażone w uchwale walnego zgromadzenia[69]. Powyższe należy jednak doprecyzować o fakt, że formalne przesłanki zdefiniowane w art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p. w poprzednim brzmieniu wymagały od emitenta uchwały walnego zgromadzenia w sprawie upoważnienia do zawarcia umowy o rejestrację akcji[70] objętych prospektem emisyjnym w depozycie papierów wartościowych, a art. 5 ust. 8 u.o.i.f. reguluje zawarcie przez spół-

[66] Zob. Uzasadnienie nowelizacji u.o.p..., s. 13.

[67] GPW, *Przewodnik dla emitentów giełdowych...*, s. 20.

[68] Upoważnienie do zawarcia umowy o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych jest równoznaczne z upoważnieniem do zawarcia umowy o rejestrację w depozycie papierów wartościowych praw do akcji. Upoważnienie ustanowione w art. 5 ust. 8 u.o.i.f. powinno mieć charakter jednorazowy. W praktyce jednak obserwuje się, że upoważnienie to bywa ustanawiane także dla rejestracji kolejnych emisji.

[69] Zob. KDPW, *Informator dla polskich emitentów papierów wartościowych,* https://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/RejestracjaPapierowWartosciowych/Strony/rpw2_arch.aspx (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[70] Tak: M. Kuźnicka, M. Marczuk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 95.

kę niebędącą spółką publiczną umowy o rejestrację praw do akcji oraz akcji w depozycie papierów wartościowych, co wymaga upoważnienia zawartego w uchwale walnego zgromadzenia tej spółki[71]. Choć treść obu regulacji prawnych dotyczy wyłącznie akcji, powyższe wskazuje na fakt, że obecne przepisy trafnie warunkują konieczność uchwały, łącząc ten fakt z obowiązującym stanem prawnym i zawarciem umowy o rejestrację praw do akcji lub akcji w depozycie, a nie z faktem objęcia tych akcji prospektem. Podkreśla się, że art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p., regulujący „uchwałę dematerializacyjną", był nadmiernie restrykcyjny – przypadki, gdy emitent decydował się na przeprowadzenie na podstawie prospektu emisyjnego oferty publicznej bez dematerializacji oraz dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, były rzadkością i nie warunkowały istnienia tego przepisu[72].

Podjęcie niezbędnych uchwał korporacyjnych pozwala przede wszystkim na rozpoczęcie prac nad prospektem, głównym dokumentem warunkującym cały proces IPO, będącym podstawą oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, jak i kompleksowym źródłem informacji o emitencie oraz przedmiocie oferty[73]. Zmiany regulacji prawa polskiego i europejskiego w zakresie prospektu emisyjnego, obecnie określanego jako prospekt, są elementem redefinicji siatki pojęciowej rynku kapitałowego i wiążą się z bezpośrednim stosowaniem przepisów rozporządzenia 2017/1129, a także znowelizowanej treści u.o.p., powodując tym samym odejście od przepisów dyrektywy prospektowej oraz rozporządzenia

[71] Warto uzupełnić definicję spółki zawartą w art. 5 ust. 8 u.o.i.f. o brzmienie, które wejdzie w życie wraz z nowelizacją k.s.h., w związku z czym nie będzie to już spółka niebędąca spółką publiczną, a spółka, której akcje nie są rejestrowane w depozycie papierów wartościowych.

[72] Tak: A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz Lex*, Warszawa 2014, s. 205. Odmiennie: I. Pieczyńska-Czerny, która zdaje się stawiać znak równości pomiędzy uchwałą określoną w art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p. w poprzednim brzmieniu a art. 5 ust. 8 u.o.i.f. Por. I. Pieczyńska-Czerny, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 215.

[73] Na tym etapie powinno być przygotowane nieformalne uzasadnienie rozpoczęcia procesu IPO po stronie emitenta, które ma wpływ na sposób, w jaki przedstawiane są informacje w prospekcie (ang. *equity story*).

809/2004[74] – aktów prawnych, które historycznie ukształtowały europejski rynek kapitałowy i reżim prospektowy na przestrzeni ostatnich piętnastu lat.

Trafne jest założenie stanowiące o prymacie prospektu jako dokumentu informacyjnego, wszakże zasadniczo oferta publiczna papierów wartościowych, w tym oferta publiczna papierów wartościowych, które następnie mają zostać dopuszczone i wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym, wymaga kolejno sporządzenia, zatwierdzenia oraz udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu, zgodnie z treścią art. 3 ust. 1 oraz ust. 2 rozporządzenia 2017/1129. Co do zasady papiery wartościowe mogą być przedmiotem oferty publicznej oraz dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym UE jedynie po publikacji prospektu, zgodnie z treścią rozporządzenia 2017/1129. Wyłomem w tej nadrzędnej zasadzie pozostają wciąż tzw. wyjątki prospektowe, które należy rozpatrywać oddzielnie – zarówno pod kątem oferty publicznej, jak i dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym[75].

Prospekt jako instrument łagodzący zjawisko asymetrii informacyjnej powinien być sporządzany zgodnie z wymogami rozporządzenia 2017/1129, a także – w zakresie jego treści – rozporządzenia 2019/980[76].

[74] Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz. Urz. UE L 149 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.).

[75] Znamienne jest natomiast umiejscowienie wyjątków prospektowych w art. 1 ust. 4 oraz 5 rozporządzenia 2017/1129, a więc przed naczelną zasadą obowiązku prospektowego, określoną w art. 3 ust. 1 oraz ust. 2 rozporządzenia. Wyjątki mogą dotyczyć zarówno oferty publicznej, np. gdy oferta papierów wartościowych skierowana jest wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych lub skierowana jest do mniej niż 150 osób fizycznych bądź prawnych na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani, lub też skierowana jest do kadry pracowniczej bądź dyrektorskiej. Wyjątki w zakresie dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym obejmują m.in. sytuację, gdy papiery wartościowe są tożsame z papierami wartościowymi dopuszczonymi już do obrotu na tym samym rynku regulowanym – pod warunkiem, że stanowią one, w okresie 12 miesięcy, mniej niż 20% liczby papierów wartościowych dopuszczonych już do obrotu na tym samym rynku regulowanym.

[76] W preambule rozporządzenia 2017/1129 podkreśla się, że harmonizacja informacji zawartych w prospekcie powinna zapewniać równoważną ochronę inwestorów na poziomie

Prospekt, wedle T. Sójki, pełni funkcję obligatoryjnego i regulowanego przez prawo mechanizmu przepływu informacji pomiędzy, co do zasady, emitentem a inwestorami[77]. Wobec braku definicji legalnej prospektowi przypisuje się naturę dwojakiego rodzaju – poza wymienioną funkcją informacyjną (oświadczenia wiedzy) także funkcję kontraktową (oświadczenia woli). Stanowi on podstawę do kreacji więzi między emitentem a nabywcą papierów wartościowych[78]. Prospekt jest pewnym sposobem składania oświadczeń woli przez emitenta w celu odpowiedniego ukształtowania stosunku prawnego pomiędzy nim a inwestorami nabywającymi oferowane papiery wartościowe[79]. Treść prospektu sporządzana jest przez wszystkie zaangażowane strony, natomiast podkreślić należy rolę doradcy prawnego emitenta, który nadaje ton procesowi, pozostając w samym jego centrum (ang. *holding the pen*). Treść prospektu powinna być przygotowana wedle ściśle określonego porządku, tak aby umożliwić inwestorowi podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej i zniwelowanie zjawiska tzw. szumu informacyjnego (ang. *noisy market hypothesis*)[80]. Prospekt zawiera szczegółowe informacje dotyczące emisji, jak i emitenta, w tym podsumowanie treści, czynniki ryzyka odnoszące się do emitenta, sektora, w jakim operuje, jak

UE. Informacje ujęte w prospekcie powinny być wystarczające i obiektywne oraz sformułowane i zaprezentowane w łatwej do przeanalizowania, zwięzłej i zrozumiałej formie, a także dostosowane do typu prospektu, charakteru i sytuacji emitenta, rodzaju papierów wartościowych oraz tego, czy oferta skierowana jest wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych. Prospekt nie powinien zatem zawierać informacji, które nie są istotne lub właściwe dla danego emitenta i danych papierów wartościowych, ponieważ mogłyby one przysłonić informacje ważne z punktu widzenia decyzji inwestycyjnej, a co za tym idzie – osłabić ochronę inwestorów.

[77] T. Sójka, *Obowiązki informacyjne...*, s. 78.

[78] Por. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 158 oraz K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 263–264.

[79] T. Sójka, *Obowiązki informacyjne...*, s. 76.

[80] Hipoteza szumu informacyjnego jest przeciwieństwem hipotezy efektywności informacyjnej rynku kapitałowego i opiera się na założeniu, że ceny walorów nie bazują na prawdziwej wartości danej spółki, lecz na „szumie" i „hałasie", jakie są generowane przez nadmiar informacji oraz podmioty aktywne na rynku. Interesujące jest zastosowanie prawa Kopernika-Greshama i przeniesienie analogii pieniądza na płaszczyznę informacji. Pozwala to stwierdzić, że w sytuacji nadmiaru informacji inwestor wybierze te, które są subiektywnie lepsze oraz bardziej wiarygodne. Zob. J. Kołacz, *Prawo inwestora...*, s. 37.

również oferty – szczegółowy opis działalności, przegląd sytuacji operacyjnej i finansowej (ang. *OFR*, *operating and financial review*)[81], precyzyjne informacje finansowe obejmujące ostatnie trzy lata oraz inne parametry istotne dla procesu. Informacje zawarte w prospekcie są przedmiotem badania (ang. *due diligence*) podmiotu oraz grupy kapitałowej[82]. Badanie to ma na celu wykrycie ryzyk, które mogą wpłynąć na cały proces, co w praktyce sprowadza się do ich wyeliminowania, zmitygowania bądź właściwego ujawnienia w treści prospektu. Odbywa się to poprzez przegląd dokumentów dostarczonych przez emitenta w formie elektronicznej (ang. *VDR*, *virtual data room*), uprzednio przygotowanych zgodnie ze specyfikacją (ang. *due diligence request list*), jak również poprzez liczne spotkania z kadrą zarządzającą oraz pracownikami emitenta w celu doprecyzowania szczegółów[83]. Wielomiesięczny proces badania prawnego i finansowego emitenta, mimo że jest podstawą treści prospektu, nie został prawnie uregulowany[84].

[81] Przegląd sytuacji operacyjnej i finansowej przygotowywany jest przeważnie przez doradcę finansowego, choć niekiedy jest to przedmiotem prac doradcy prawnego.

[82] Kluczową rolę w tym obszarze pełni spółka oraz jej doradcy, choć zaznaczyć należy, że banki inwestycyjne występujące jako gwaranci emisji również zabezpieczają się w tym zakresie i za pośrednictwem swoich doradców badają spółkę, przede wszystkim pod kątem biznesowym. Zjawisko zatrudniania przez spółkę zewnętrznych doradców, w celu przeprowadzenia badania, jest określane w literaturze mianem tzw. „kontroli strażnika" (ang. *gatekeeper control*). Zob. L. Enriques, G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, [w:] R. Kraakman i in. (red.), *The Anatomy of Corporate Law*..., s. 263.

[83] Kadra zarządzająca zobowiązana jest również wypełnić stosowne kwestionariusze (ang. *D&O, directors and officers questionnaires*) obejmujące np. stan posiadanych akcji.

[84] Od kilku lat, wśród kancelarii prawnych, obserwuje się zjawisko implementacji rozwiązań mających na celu usprawnienie czasochłonnych procesów poprzez wykorzystanie technologii. Narzędzia te bazują m.in. na uczeniu maszynowym oraz automatyzacji ww. procesów i są wykorzystywane w zakresie przetwarzania języka naturalnego, pracy nad dokumentami, analizy predykcyjnej, jak i analizy umów. Szerzej: M. Tąkiel, M. Koronkiewicz (red.), *Sztuczna inteligencja i nowe technologie w praktyce prawniczej*, Warszawa 2018; M. Tąkiel, M. Koronkiewicz, *Robot w wirtualnej ławce*, Rzeczpospolita, 2 czerwca 2020 r., s. D4; M. Tąkiel, D. Wagner, B. Maksym, T. Tarczyński, *Embracing Artificial Intelligence in the Legal Landscape: The Blueprint*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4488199 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.) oraz M. Tąkiel, M. Koronkiewicz, *Szerokie wody i bezpieczny port*, Rzeczpospolita, 12 lipca 2021 r., s. D4. W zakresie zagadnienia tzw. sztucznej inteligencji w kontekście jednolitej jej definicji zob. M. Tąkiel, B. Kapuściński, *O pierwszej próbie ustalenia definicji sztucznej inteligencji*, Rzeczpospolita,

Przygotowany prospekt następnie zostaje przedłożony do zatwierdzenia przez KNF. Postępowanie administracyjne w zakresie zatwierdzenia prospektu, choć co do zasady prowadzone na zasadach k.p.a.[85], może zostać zrealizowane wyłącznie na wniosek – emitenta lub oferującego, a zatwierdzenie następuje jedynie w wyniku decyzji KNF[86]. Formalnoprawne szczegóły w zakresie procedury zatwierdzenia prospektu opierają się przede wszystkim na przepisach u.o.p. oraz rozporządzenia 2017/1129. Zgodnie z art. 27 ust. 2 pkt 1–3a do wniosku składanego obecnie bez obowiązkowego pośrednictwa firmy inwestycyjnej należy załączyć m.in.: prospekt, statut lub inny akt określony przepisami kraju siedziby emitenta, odpis z rejestru oraz uprzednio przedstawione uchwały korporacyjne organów emitenta. W procesie IPO, zgodnie z art. 20 ust. 3 rozporządzenia 2017/1129, w przypadku gdy oferta publiczna obejmuje papiery wartościowe emitowane przez emitenta, który nie posiada żadnych papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym i który wcześniej nie oferował publicznie papierów wartościowych, istnieje określony termin na decyzję organu regulacyjnego. Decyzja KNF powinna być podjęta w terminie 20 dni roboczych, co jest dwukrotnie dłuższym okresem niż standardowe 10 dni roboczych w odniesieniu do innych przypadków[87]. W odniesieniu

9 sierpnia 2022 r., s. D3. Powyższe zjawisko jest ściśle związane ze zmianami w świadczeniu usług przez kancelarie prawne, zob. D. Wagner, M. Tąkiel, *Alternative Fee Arrangements and their role in the disruption of the traditional legal pricing model*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4358044 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.) oraz M. Tąkiel, D. Wagner, P. Dąbrowski, *Beyond Budgeting in a Law Firm a Contemporary Management Accounting Approach*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4425480 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.).

[85] Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (Dz. U. z 2020 r., poz. 256 ze zm.). Por. M. Wierzbowski, *Postępowanie wyjaśniające przed Komisją Papierów Wartościowych i Giełd*, PPH 2005, nr 4, s. 12.

[86] M. Kuźnicka, M. Marczuk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku…*, s. 92.

[87] Zgodnie z art. 20 ust. 3 rozporządzenia 2017/1129 termin 20 dni roboczych ma zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do pierwszego przedłożenia projektu prospektu. Jeżeli konieczne jest przedłożenie kolejnych dokumentów, zgodnie z ust. 4 akapit pierwszy, zastosowanie ma termin 10 dni roboczych.

do postępowania przed KNF należy podkreślić dwie istotne kwestie – zakres postępowania oraz czas jego trwania.

KNF bada prospekt pod względem formalnym, w szczególności zgodność z rozporządzeniem 2019/980, jak również rozporządzeniem 2017/1129 i pomocniczo u.o.p. W ramach postępowania o zatwierdzenie prospektu Komisja nie jest zobowiązana do merytorycznej weryfikacji jego treści. Kluczową kwestią w tym zakresie jest m.in. dostęp do danych źródłowych[88]. Czas trwania postępowania przed KNF w sprawie zatwierdzenia prospektu był przedmiotem uzasadnionej krytyki – zarówno w praktyce, jak i w doktrynie[89]. Wydaje się, że w obecnym stanie prawnym nie należy spodziewać się poprawy tej sytuacji. Zgodnie z art. 20 ust. 4 rozporządzenia 2017/1129: jeśli w ocenie organu (KNF) nie są spełnione wymogi zrozumiałości, kompletności oraz spójności, przekazuje ona taką informację emitentowi, który uzupełnia treść prospektu wraz z wyjaśnieniem i następnie składa dokument ponownie[90]. Każdorazowo powoduje to przerwanie dotychczasowego biegu terminu i sytuacja ta przeważnie powtarza się wielokrotnie w ramach procesu. Zatwierdzenie prospektu przez KNF umożliwia emitentowi prowadzenie na jego podstawie publicznej oferty papierów wartościowych, a następnie ubieganie się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Równolegle do postępowania przed KNF w tle odbywają się liczne działania, mające charakter nieuregulowany prawnie – wstępne prezentacje dla wybranych inwestorów mające na celu zbadanie zainteresowania (ang. *pilot fishing* lub *pre-marketing*), prezentacje dla analityków mające pomóc im w przygotowaniu raportów (ang. *investor education*), opierając się na wcześniej ustalonych parametrach (ang. *research guidelines*). Jest to również moment, w którym w przypadku procesów IPO o znacznej skali spółka może zdecydować

[88] M. Kuźnicka, M. Marczuk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 100.

[89] Zob. w szczególności: J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej...*, s. 19–29.

[90] T. Sójka podkreśla, że aby prospekt spełniał swoją funkcję, muszą istnieć reguły określające odpowiedzialność za zawarte w nim nieprawdziwe informacje. Zob. T. Sójka, *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, PPH 2006, nr 4, s. 49.

się na publikację wstępnej informacji ujawniającej zamiar przeprowadzenia IPO i uzyskania statusu spółki publicznej (ang. *intention to float*, ITF).

4.3.2.2. Oferta publiczna

Zgodnie z art. 45 u.o.p. w brzmieniu sprzed nowelizacji u.o.p. i obowiązującą treścią art. 21 rozporządzenia 2017/1129 po zatwierdzeniu prospektu przez organ (KNF) emitent, oferujący lub osoba wnioskująca o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym udostępniają ten prospekt do publicznej wiadomości z odpowiednim wyprzedzeniem i najpóźniej w chwili rozpoczęcia oferty publicznej lub dopuszczenia danych papierów wartościowych do obrotu. Publikacja prospektu, zarówno w formie elektronicznej, jak i wydruku – papierowej, oznacza zatem rozpoczęcie oferty publicznej. W tym miejscu doprecyzowania wymaga jej zakres terytorialny. Oferta publiczna w tym znaczeniu pozostaje ograniczona terytorialnie do RP z zastrzeżeniem, że w obrocie występują ograniczone działania marketingowe mające na celu promocję oferty poza granicami RP. Działania o tym charakterze adresowane są wyłącznie do wybranych zagranicznych inwestorów instytucjonalnych mających siedziby poza RP i muszą być realizowane zgodnie z właściwymi przepisami prawa obowiązującymi w tychże jurysdykcjach[91].

[91] Przeważnie, aby zapewnić zgodność w tym zakresie, sporządzane są dokumenty marketingowe w języku angielskim w formacie międzynarodowego dokumentu marketingowego (ang. *International Offering Circular,* IOC) – udostępnianego wybranym inwestorom instytucjonalnym. Dokument ten nie jest prospektem ani dokumentem ofertowym w rozumieniu przepisów u.o.p. oraz rozporządzenia 2017/1129. Zagraniczni inwestorzy indywidualni mogą mieć status zagranicznych inwestorów instytucjonalnych: (i) poza terytorium USA – inwestorów, rozumianych jako *non-U.S. person* oraz takich, którzy nie działają na rachunek lub na rzecz osób amerykańskich, zgodnie z definicją tego terminu w Regulacji S (ang. *Regulation S*) i tym samym przy wykorzystaniu wyjątku od obowiązku rejestracji akcji i notyfikacji odpowiednich organów nadzoru oraz (ii) na terytorium USA – do kwalifikowanych nabywców instytucjonalnych (ang. *Qualified Institutional Buyers,* QIBs) na zasadach określonych w Regule 144A (ang. *Rule 144A*) zgodnie z amerykańską ustawą o papierach wartościowych z 1933 r. ze zm., ang. *U.S. Securities Act of 1933* (15 U.S.C § 77a et seq.) i w ramach wyjątku od obowiązku rejestracji akcji przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (ang. *U.S. Securities and Exchange Commission,* SEC).

Wprowadzenie nowej definicji oferty publicznej do polskiego porządku prawnego jest wyrazem bezpośredniego stosowania przepisów rozporządzenia 2017/1129. Tak jak w przypadku zmian innych fundamentalnych definicji siatki pojęciowej rynku kapitałowego, wdrożeniu nowej definicji również nie towarzyszyła wzmożona dyskusja[92]. Zgodnie z art. 2 lit. d rozporządzenia 2017/1129 oferta publiczna papierów wartościowych oznacza komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych. Powyższa definicja ma również zastosowanie do plasowania papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych. Względem poprzedniej definicji, zawartej w art. 3 ust. 1 u.o.p. w brzmieniu sprzed nowelizacji[93], należy podkreślić zasadniczą zmianę opiewającą wokół ostrości kryterium ilościowego. W sytuacji rezygnacji z uprzednio zdefiniowanego progu ilościowego odbiorców oferty publicznej, jak i braku określenia nowej minimalnej wartości można pomocniczo wykorzystać element definicji mówiący o „odbiorcach" – wyłącza to tym samym możliwość kierowania oferty publicznej do konkretnej osoby. Nowa definicja oferty publicznej zaciera także granicę pomiędzy ofertą publiczną a tzw. ofertą prywatną (ang. *private placement*). W tym aspekcie można zidentyfikować dwa odmienne stanowiska. I. Pieczyńska-Czerny twierdzi, że w obecnym stanie prawnym wciąż można wyodrębnić pojęcie oferty prywatnej, opierając się na ograniczonej liczbie wyselekcjonowanych inwestorów, ich typie, sposobie przekazania propozycji, zakresie informacji, jak również możliwości wpływania przez nabywców na ostateczny kształt transakcji[94]. Powyższe

[92] Tak: J. Szewczyk, *Publiczne oferowanie papierów wartościowych*, Monitor Prawniczy 2020, nr 3, s. 129.

[93] Definicja zawarta uprzednio w u.o.p. określała ofertę publiczną jako udostępnianie co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych.

[94] Zob. I. Pieczyńska-Czerny, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 2090.

stanowisko krytyce poddaje J. Szewczyk, podkreślając, że w myśl aktualnej definicji każdy przekaz informacyjny kierowany co najmniej do dwóch osób, który wskazuje emitenta i ofertowane papiery wartościowe, będzie stanowił ofertę publiczną[95]. Dychotomicznym podziałem na gruncie rozporządzenia 2017/1129 nie wydaje się zatem zależność pomiędzy ofertą publiczną a prywatną, lecz rozróżnienie pomiędzy ofertą publiczną papierów wartościowych a ofertą publiczną bez obowiązku publikacji prospektu[96]. Uwidacznia to również konieczność aktualizacji uprzednio zatwierdzonego prospektu. Prowadzenie oferty publicznej nie zwalnia emitenta z tego obowiązku. Zgodnie z art. 23 ust. 1 u.o.p. oraz ust. 2 rozporządzenia 2017/1129, zastępującego art. 51 u.o.p., każdy nowy znaczący czynnik, istotny błąd lub istotna niedokładność – odnoszące się do informacji zawartych w prospekcie, które mogą wpłynąć na ocenę papierów wartościowych i które wystąpiły lub zostały zauważone w okresie między zatwierdzeniem prospektu a zakończeniem okresu oferowania lub rozpoczęciem obrotu na rynku regulowanym, w zależności od tego, które z tych zdarzeń nastąpi później, muszą zostać wskazane. Powinno to odbywać się bez zbędnej zwłoki, pod postacią suplementu do prospektu (dotychczas w prawie polskim było to określane mianem aneksu do prospektu emisyjnego), podlegającego zatwierdzeniu i publikacji analogicznie do prospektu[97]. Inwestor, który wyraził zgodę na nabycie lub subskrypcję akcji przed publikacją suplementu, ma możliwość jej cofnięcia.

Inwestor biorący udział w ofercie publicznej jako odbiorca komunikatu – przedstawionego w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków oraz zawierającego wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych – ma możliwość podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych w ramach

[95] J. Szewczyk, *Publiczne oferowanie...*, s. 133.

[96] *Ibidem*, s. 133 i n.

[97] W świetle polskiego orzecznictwa istnieje jednak ciąg przyczynowo-skutkowy pomiędzy obowiązkiem sporządzenia aneksu do prospektu a dopuszczeniem papierów wartościowych. Podkreśla się, że zdarzeniem wywołującym skutek ustania obowiązków przekazywania aneksu do KNF jest wydanie decyzji zakazującej dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym. Por. wyrok NSA z dnia 2 grudnia 2010 r. (sygn. akt II GSK 1048/09) oraz wyrok NSA z dnia 20 stycznia 2011 r. (sygn. akt II GSK 48/10).

opisywanego procesu. Ma on świadomość, że w przypadku powodzenia tej operacji nastąpi debiut giełdowy i upublicznienie spółki. Zasady, w tym m.in. sposób oraz terminy zapisów na akcje, określone są w treści prospektu. Jeśli subskrybentów wystąpi więcej aniżeli emitowanych akcji, ma miejsce tzw. redukcja zapisów – oznacza to, że zarząd przydziela liczbę akcji wynikającą proporcjonalnie z oferty zapisu złożonej przez inwestora[98]. Zgodnie z art. 439 § 1 k.s.h., jeżeli co najmniej minimalna liczba akcji przeznaczonych do objęcia została subskrybowana i należycie opłacona, zarząd powinien dokonać, w terminie dwóch tygodni od upływu terminu zamknięcia subskrypcji, przydziału akcji subskrybentom zgodnie z ogłoszonymi w prospekcie zasadami. Przydział akcji nowej emisji oznacza przyznanie subskrybentowi tzw. prawa do akcji (PDA), które zgodnie z art. 3 pkt 29 u.o.i.f. rozumiane jest jako papier wartościowy, z którego wynika uprawnienie do otrzymania, niemających formy dokumentu, akcji nowej emisji spółki publicznej, powstające z chwilą dokonania przydziału tych akcji i wygasające z chwilą zarejestrowania akcji w depozycie papierów wartościowych albo z dniem uprawomocnienia się postanowienia sądu rejestrowego odmawiającego wpisu podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru przedsiębiorców. Prawo do akcji staje się więc uprawnieniem do otrzymania zdematerializowanych akcji na podstawie prawa do akcji po zarejestrowaniu podwyższenia kapitału zakładowego – w sytuacji gdy sąd rejestrowy wydałby postanowienie o odmowie wpisu w przedmiocie zarejestrowania podwyższenia kapitału zakładowego, prawo do akcji wygasa *ex lege*, a wówczas subskrybentowi przysługuje roszczenie o zwrot środków na pokrycie podwyższenia kapitału zakładowego[99]. Prawo do akcji jest niezbędnym

[98] Stopień redukcji zapisów jest ściśle związany z wcześniej przedstawionym zjawiskiem określenia właściwej ceny emisyjnej akcji i można poczynić założenie, że w sytuacji bardzo wysokiej redukcji akcji dla inwestorów akcje zostały wycenione zbyt nisko. Ostateczne ustalenie ceny następuje w drodze suplementu do prospektu, przy publikacji prospektu po raz pierwszy określany jest wyłącznie przedział cenowy. Innym mechanizmem równoważenia popytu i podaży w procesie IPO może być również tzw. *greenshoe option*, która umożliwia zwiększenie liczby akcji oferowanych przez gwarantów emisji kosztem obecnych akcjonariuszy i zgodnie z uprzednio zawartą w tym zakresie umową. Zob. J. Bartos, *United States Securities Law: A Practical Guide*, Alphen aan den Rijn 2006, s. 27.

[99] M. Michalski, *Spółki…*, s. 85.

instrumentem w sytuacji, gdyby rejestracja akcji nowej emisji uległa opóźnieniu. W tym wypadku rozwiązanie to umożliwia obrót prawem do akcji zamiast akcji, jeszcze przed rejestracją nowej emisji w sądzie rejestrowym. Rejestracja sądowa rozpoczyna zautomatyzowany proces zamiany prawa do akcji na akcję.

Z praktycznego punktu widzenia etap oferty publicznej jest kulminacją rozpoczętego wcześniej procesu prezentacji emitenta dla potencjalnych inwestorów indywidualnych (ang. *roadshow*) oraz weryfikacją wcześniejszego rekonesansu rynkowego i wstępnego zbierania ofert w ramach księgi popytu (ang. *book building*)[100]. Na tym etapie finalizowane są także listy poświadczające zgodność informacji, szczególnie finansowych, w prospekcie (ang. *comfort letters*), opinie prawne, następuje ściśle określona komunikacja z rynkiem, zgodnie z wytycznymi w zakresie polityki informacyjnej spółki (ang. *publicity guidelines*), zwłaszcza pod kątem licznych zastrzeżeń prawnych (ang. *disclaimers*), tak aby komunikacja odbywała się w zgodności z prawem polskim, europejskim, amerykańskim, a także innymi właściwymi jurysdykcjami.

Etap oferty publicznej akcji należy scharakteryzować jako niezwykle istotny dla procesu IPO i mający fundamentalne znaczenie dla biznesowego powodzenia projektu. Jest to realna weryfikacja rynkowa wcześniej poczynionych założeń przez emitenta i oferującego. Pomimo licznych zmian w siatce pojęciowej, na czele z nową definicją oferty publicznej, w praktyce oferta publiczna prowadzona jest w zbliżony sposób do stanu prawnego sprzed nowelizacji u.o.p. Nie ma na tym etapie również implikacji mających zasadniczy wpływ na zaistnienie spółki publicznej w obrocie, szczególnie pod kątem dematerializacji jej akcji.

[100] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 63. A. Chłopecki podkreśla również, że deklaracje składane w ramach etapu *book building* nie mają charakteru kontraktowego, jednakże inwestor, który odstąpi od realizacji swojego zapisu, traci zaufanie kontrahentów. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 241.

4.3.2.3. Zaistnienie spółki publicznej w obrocie

Przygotowanie prospektu emisyjnego, będącego podstawą do przeprowadzenia oferty publicznej akcji, otwiera drogę przed emitentem do kolejnego etapu, którego kulminacją jest tzw. debiut giełdowy i przejście z płaszczyzny obrotu pierwotnego do obrotu wtórnego. Szczególną rolę na tym etapie, po formalno-administracyjnych aspektach i wcześniejszym nadzorze KNF, odgrywają GPW oraz KDPW[101]. Rola KNF nie ulega jednak marginalizacji, zgodnie z art. 10 ust. 1 i 2 u.o.p. Komisja prowadzi ewidencję akcji, zawierającą podstawowe dane o akcjach, jak i trybie oferty publicznej, jeśli akcje te są przedmiotem oferty publicznej na terytorium RP oraz dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium RP[102]. Zgodnie z art. 10 ust. 8 u.o.p. szczegóły w zakresie prowadzenia ewidencji akcji, zakresie danych, technicznych środkach, jak i warunkach określa minister finansów w drodze rozporządzenia, które zostało wydane i weszło w życie po nowelizacji u.o.p.[103] Podkreśla się, że zakończenie subskrypcji akcji powinno skutkować powyższym zawiadomieniem KNF oraz dokonaniem stosownego wpisu w jej ewidencji, jak i równoległym wnioskiem do sądu rejestrowego o zarejestrowanie podwyższenia kapitału zakładowego w myśl art. 441 k.s.h.[104]

Zaistnienie spółki publicznej w obrocie jest niezwykle istotne w kontekście omawianego tematu, gdyż pozwala na precyzyjne określenie tego momentu z perspektywy obydwu definicji spółki publicznej, co nie byłoby możliwe bez uprzedniego rozwinięcia obu tych kryteriów. Choć uwidacznia

[101] J. Róg-Dyrda słusznie podkreśla, że mimo zasadniczo odmiennych ról KNF oraz GPW i KDPW praktyka wskazuje na fakt, że do wniosku o zatwierdzenie prospektu składanego do KNF załącza się prospekt wraz z pismem przewodnim skierowanym do GPW i KDPW. W procesie badania prospektu, przed zatwierdzeniem, jeśli do wniosku nie załączono pisma potwierdzającego wcześniejsze złożenie prospektu w GPW i w KDPW, KNF może wezwać wnioskodawcę do wypowiedzenia się w tym przedmiocie, czyli do potwierdzenia, czy prospekt był konsultowany z GPW i KDPW. Zob. J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej...*, s. 212.

[102] Dotyczy to również akcji wprowadzonych do ASO na terytorium RP.

[103] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2019 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego ewidencji akcji (Dz. U. z 2019 r., poz. 2548).

[104] Tak: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 281.

to we właściwy sposób różnice, procedura związana z dematerializacją akcji w poniższym kształcie będzie obowiązywać do wejścia w życie przepisów nowelizacji k.s.h. Stanowi to o sile argumentu warunkującego zasadność prowadzonej analizy, szczególnie w aspekcie półtorarocznego okresu pomiędzy wejściem w życie nowelizacji u.o.p. i ustanowieniem nowej definicji spółki publicznej w 2019 r., przy zachowaniu dotychczasowych reguł dematerializacyjnych, a przed obowiązkową dematerializacją akcji w 2021 r.

4.3.2.3.1. Rejestracja i dematerializacja akcji

Etap dematerializacji akcji można określić również mianem rejestracji akcji w KDPW. Jest to jednocześnie moment zaistnienia spółki publicznej w obrocie, w myśl poprzedniej definicji. Wcześniejsze, teoretycznoprawne rozważania w tym zakresie ukazano na etapie procesu IPO w sposób praktyczny – nie jest możliwe, aby spółka prowadząca ofertę publiczną i ubiegająca się o dopuszczenie oraz wprowadzenie akcji do obrotu regulowanego nie zarejestrowała akcji w depozycie papierów wartościowych. Jest to historycznie związane z zasadą dematerializacji obrotu i akcje w tym wypadku nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów w KDPW. W omawianym procesie IPO dematerializacja może tym samym przybrać postać dematerializacji pierwotnej, jeśli przedmiotem oferty są nowo emitowane akcje, jak i dematerializacji wtórnej, jeśli akcje były uprzednio emitowane w tradycyjnej, dokumentowej formie, co będzie wymagało zebrania wszystkich akcji wydanych w formie dokumentów i złożenia ich do depozytu prowadzonego przez KDPW[105]. W tej sytuacji można przyjąć założenie, że dematerializacja pierwotna będzie dotyczyła emisji akcji przez emitenta (wyjątkowo gwaranta emisji) oraz podwyższenia kapitału zakładowego, zgodnie z art. 4 pkt 3 u.o.p., a dematerializacja wtórna już istniejących akcji, stosownie do art. 6 u.o.i.f., przez oferującego, który pełni rolę akcjonariusza sprzedającego[106].

[105] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 584.

[106] W zakresie poprzedniego stanu prawnego zob. J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej...*, s. 225. Por. M. Michalski, *Spółki...*, s. 85.

Rozpoczęcie czynności zmierzających do dematerializacji akcji powinno być poprzedzone zawarciem umowy o uczestnictwo typu emitent, zgodnie z art. 52 u.o.i.f. W praktyce, gdy spółka występuje po raz pierwszy z wnioskiem o rejestrację papierów wartościowych do KDPW, załącza również wniosek o zawarcie umowy o uczestnictwo. W myśl art. 52 ust. 3 u.o.i.f. złożenie oświadczenia o zamiarze zawarcia umowy o uczestnictwo w KDPW przez uprawniony podmiot rozpoczyna bieg dwutygodniowego terminu, w trakcie którego zarząd KDPW może podjąć uchwałę o odmowie jej zawarcia. Brak takiej uchwały przy spełnieniu przesłanek formalnych i złożeniu niezbędnych dokumentów oznacza zatem, że umowa o uczestnictwo została zawarta. Ma ona charakter adhezyjny i opiera się na Regulaminie KDPW, co wpływa na jej ustandaryzowanie[107].

Umowa o uczestnictwo umożliwia zawarcie umowy o rejestrację akcji w KDPW. Obowiązek ten wynika bezpośrednio z art. 5 ust. 4, zgodnie z którym emitent, a więc w tym przypadku spółka akcyjna, zobowiązany jest do zawarcia z KDPW umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych – akcji w depozycie papierów wartościowych. Umowa o rejestrację papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych jest, tak jak wskazano wcześniej, przejawem dematerializacji systemowej. Umowa, której stronami mogą być wyłącznie emitent oraz KDPW, jest zatem słusznie określana jako źródło stosunku prawnego pomiędzy emitentem a podmiotem prowadzącym depozyt papierów wartościowych, w zakresie rejestrowanych papierów wartościowych[108].

Zawarcie umowy o rejestrację wymaga od emitenta złożenia do KDPW szeregu dokumentów określonych w § 2 oraz § 3 Szczegółowych Zasad Działania KDPW[109], w tym m.in. uchwały z art. 5 ust. 8 u.o.i.f., która została uprzednio przedstawiona. Zgodnie z art. 57 ust. 2 u.o.i.f. stany

[107] Tak: T. Sójka, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku...*, s. 844 i n.

[108] Zob. M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 576.

[109] Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 655/17 Zarządu KDPW S.A. z dnia 28 września 2017 r., ze zm. A. Chłopecki podkreśla, że mimo braku regulacji i umocowania ustawowego dokument ten traktowany jest przez KDPW jako źródło prawa. Szerzej: A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 41.

na rachunkach papierów wartościowych oraz rachunkach zbiorczych prowadzonych przez uczestników powinny być zgodne ze stanem na odpowiednim koncie depozytowym prowadzonym przez KDPW. Oznacza to zatem, że umowa o rejestrację papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych stanowi podstawę dla ich zaistnienia w depozycie prowadzonym przez KDPW i następnie na rachunkach zbiorczych uczestników KDPW, opierając się na zasadzie zgodności liczby papierów wartościowych na poziomie KDPW oraz ich sumy na rachunkach pośredników[110]. Aby świadczenie w umowie o rejestrację było spełnione, konieczne jest zatem utworzenie konta emisyjnego dla akcji nowej emisji, zapisu wyemitowanych akcji na rachunek i równolegle na konto depozytowe, zgodnie z zasadą podwójnego zapisu, co również oznacza nadanie akcjom kodu ISIN (ang. *International Securities Identifying Number*), który identyfikuje je w obrocie oraz na podstawie którego dokonywane są odpowiednie zapisy[111]. Kod ISIN, zgodnie z art. 55 ust. 1 u.o.i.f., oznacza, że papiery wartościowe danej emisji, w tym przypadku akcje, posiadają te same uprawnienia i ten sam status w obrocie. Art. 55 ust. 2 u.o.i.f. rozszerza zakres przedmiotowy kodu ISIN, dodatkowo uprawniając emitenta do złożenia wniosku o scalenie akcji różnych emisji, jeśli zapewniają te same uprawnienia, jak i posiadają ten sam status w KDPW[112]. Proces ten trafnie charakteryzuje L. Sobolewski, podkreślając, jeszcze na gruncie przepisów p.p.o.p.w. 1997, że objęcie różnych emisji papieru wartościowego jednym kodem powoduje, co do zasady, ich nieodwracalne „zmieszanie"[113]. M. Michalski uzupełnia powyższe stanowisko, akcentując, że jednakowa tożsamość oznaczenia kodowego może być uznana za fundamentalną cechę papierów wartościowych

[110] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku*..., s. 576.

[111] K. Zacharzewski, *Prawo*..., s. 282.

[112] Połączenie różnych emisji akcji poprzez nadanie im jednakowego kodu ISIN określa się również mianem asymilacji. Wciąż aktualny w tym świetle jest pogląd stanowiący o tym, że jeśli spełnione są warunki do dokonania asymilacji akcji, powinna być ona niezwłocznie przeprowadzona, ponieważ ma to bezpośrednie implikacje dla kursu giełdowego danej spółki. Zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym*..., s. 691 oraz G. Domański, *Skutki zniesienia przez sąd emisji akcji w spółce publicznej po połączeniu emisji*, PPH 1996, nr 10, s. 34.

[113] L. Sobolewski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie*..., s. 279.

z punktu widzenia obrotu zorganizowanego – zamienność ta oznacza tożsamość praw i warunkuje obrót masowy[114].

Potwierdzeniem zawarcia umowy o rejestrację papierów wartościowych z emitentem jest decyzja wydana w formie oświadczenia KDPW w sprawie rejestracji papierów wartościowych. W oświadczeniu, poza kodem ISIN, określony jest także termin i tryb rejestracji papierów wartościowych – zawierający warunek, którego spełnienie umożliwi ich rejestrację w KDPW. Rejestracja akcji w KDPW następuje zgodnie z zapisami zawartymi w oświadczeniu w sprawie rejestracji papierów wartościowych oraz po dostarczeniu dokumentów potwierdzających spełnienie się uwzględnionego w nich warunku rejestracji, czyli w tym wypadku uchwały o dopuszczeniu oraz wprowadzeniu akcji do obrotu na rynku regulowanym.

Podsumowując powyższe, zgodnie z wykładnią operatywną KDPW, można przytoczyć pięć etapów rejestracji akcji w procesie IPO[115]:

(i) Złożenie w KDPW dokumentów dotyczących zawarcia umowy o rejestrację akcji.
(ii) Analiza dokumentów przez KDPW, w przypadku uwag KDPW w ciągu dwóch tygodni przesyła informację do emitenta.
(iii) Wydanie oświadczenia w sprawie rejestracji papierów wartościowych w KDPW, w którym wskazany jest tryb rejestracji akcji oraz warunki, jakie muszą być spełnione, aby rejestracja mogła nastąpić – oświadczenie jest publikowane na stronie internetowej KDPW.
(iv) Spełnienie się warunków wskazanych w oświadczeniu w sprawie rejestracji akcji oraz otrzymanie przez KDPW uchwały rynku o dopuszczeniu akcji do obrotu na rynku regulowanym.
(v) Rejestracja akcji na kontach w KDPW.

Od strony rachunkowej rejestracja akcji w myśl pojęcia równowagi ewidencyjnej oraz zasady podwójnego zapisu[116] polega na zapisie odpowiedniej

[114] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 576. Por. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 237 i n.
[115] KDPW, *Przewodnik dla krajowych emitentów papierów wartościowych. Rejestracja papierów wartościowych w KDPW*, https://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/Documents/KDPW_PRZEWODNIK_REJESTRACJA_PW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).
[116] Zasada podwójnego zapisu oznacza, że każda operacja dotycząca prawa z papierów wartościowych, a w tym przypadku z akcji, powinna zostać zarejestrowana na przynajmniej

liczby papierów wartościowych na urządzeniach ewidencyjnych, wpierw na poziomie centralnym, tj. KDPW, a następnie na poziomie podstawowym, tj. firm inwestycyjnych[117]. W zakresie dematerializacji wtórnej i akcji uprzednio wyemitowanych w formie dokumentu – emitent, zgodnie z art. 6 u.o.i.f., zobowiązany jest przed zawarciem umowy o ich rejestrację złożyć akcje do depozytu prowadzonego na terytorium RP przez firmę inwestycyjną, bank powierniczy, KDPW bądź spółkę zależną od KDPW. Po ich rejestracji zapisy w rejestrze osób uprawnionych z mocy prawa uzyskują status zapisów na rachunkach papierów wartościowych. Zgodnie z art. 6 ust. 2 oraz ust. 4 u.o.i.f., z chwilą zarejestrowania tych papierów wartościowych w systemie depozytu papierów wartościowych, dokumenty te tracą moc prawną, a zapisy w rejestrze osób uprawnionych uzyskują równorzędny zapisom na rachunkach papierów wartościowych status po zawarciu umowy o rejestrację, co – opierając się na art. 7 ust. 1 u.o.i.f. – określa się mianem ukonstytuowania się papieru wartościowego zdematerializowanego w ramach dematerializacji systemowej[118].

Tym samym podkreśla się, że moment zapisu akcji podlegających rejestracji na indywidualnym rachunku maklerskim inwestora, tzn. na poziomie podstawowym depozytu ujmowanego funkcjonalnie, niesie za sobą skutek określony w art. 7 ust. 1 u.o.i.f., tj. zaistnienie akcji jako przedmiotu obrotu zdematerializowanego w ramach dematerializacji systemowej, co również warunkuje obrót i rozporządzanie nimi w ramach reżimu określonego w art. 7 ust. 2 u.o.i.f.[119] Dodatkowo, tak jak wskazano wcześniej, w przypadku akcji należy pamiętać o przepisach k.s.h., które warunkują podwyższenie kapitału zakładowego w myśl art. 430 § 1 k.s.h. od wpisu konstytutywnego

dwóch kontach ewidencyjnych z zastrzeżeniem, że zapisowi lub sumie zapisów po jednej stronie musi odpowiadać równy zapis po przeciwległej stronie konta lub kont. Równowaga ewidencyjna zakłada, że rachunkom papierów wartościowych prowadzonym przez uczestników powinny odpowiadać konta depozytowe albo rachunki papierów wartościowych prowadzone przez KDPW, chyba że Regulamin KDPW stanowi inaczej. Szerzej: A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 42.

[117] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 576.

[118] Tak: M. Michalski, *Spółki...*, s. 95.

[119] M. Michalski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 576.

zgłoszonego przez zarząd do sądu rejestrowego, zgodnie z art. 441 § 1 oraz § 4 k.s.h.[120] Procedura subskrypcyjna kończy się zgłoszeniem podwyższenia kapitału zakładowego do sądu rejestrowego, stosownie do art. 441 § 1 k.s.h. W ramach procesu IPO niezbędne jest także dołączenie do wniosku prospektu zgodnie z art. 441 § 2 pkt 6 k.s.h. W praktyce dematerializacja akcji następuje dopiero po rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego. Uwarunkowane jest to zapisem na rachunku papierów wartościowych, który jest odpowiednikiem tradycyjnego wydania dokumentu akcji w myśl art. 328 § 5 k.s.h., z zastrzeżeniem wcześniejszych praw do akcji, jakie może otrzymać przyszły akcjonariusz na wcześniejszym etapie[121].

Wobec powyższego rejestracja papierów wartościowych w depozycie stała się determinantą uznania spółki akcyjnej, dokonującej dematerializacji akcji, za spółkę publiczną w myśl definicji zawartej w art. 4 pkt 20 u.o.p., w brzmieniu sprzed nowelizacji u.o.p. Bezpośrednią konsekwencją rejestracji akcji w KDPW jest ich dematerializacja i od momentu dematerializacji spółka akcyjna uzyskiwała status spółki publicznej w myśl poprzedniego kryterium definicyjnego. Niezwykle istotne dla prowadzonych rozważań jest stanowisko M. Michalskiego, który trafnie zauważa, że wraz z wejściem w życie przepisów u.o.p. oraz z uwagi na rezygnację z zasady przymusu rynku regulowanego i pojęcia publicznego obrotu – ustawodawca musiał wskazać precyzyjne zdarzenie, które poprzedzało wprowadzenie akcji do obrotu na rynek regulowany[122]. Za to zdarzenie został uznany właśnie moment zapisania akcji na rachunkach papierów wartościowych w ramach systemu depozytu papierów wartościowych[123]. Implikacje powyższego są szczególnie

[120] Uzupełniająco, zgodnie z art. 431 § 4 k.s.h., uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego nie może być zgłoszona do sądu rejestrowego po upływie sześciu miesięcy od dnia jej powzięcia, a w przypadku akcji nowej emisji, będących przedmiotem oferty publicznej objętej prospektem albo memorandum informacyjnym, na podstawie przepisów rozporządzenia 2017/1129 albo przepisów u.o.p. – po upływie dwunastu miesięcy od dnia zatwierdzenia prospektu albo memorandum informacyjnego, oraz nie później niż po upływie miesiąca od dnia przydziału akcji, przy czym wniosek o zatwierdzenie prospektu albo memorandum informacyjnego nie może zostać złożony po upływie czterech miesięcy od dnia powzięcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego.

[121] M. Michalski, *Spółki…*, s. 86.

[122] *Ibidem*, s. 73.

[123] *Ibidem*, s. 73.

widoczne również poza przedstawianym procesem IPO. Brak rozróżnienia dematerializacji obligatoryjnej i fakultatywnej skutkowało uprzednio mnogością reżimów spółek publicznych poza płaszczyzną rynku regulowanego.

4.3.2.3.2. Dopuszczenie do obrotu

Cechą charakterystyczną procesu IPO na tym etapie jest jego właściwe tempo. Faza rejestracji i dematerializacji akcji, dopuszczenia, jak i wprowadzenia akcji do obrotu następuje pomiędzy określeniem finalnej ceny akcji a właściwym debiutem giełdowym. Okres ten jest newralgiczny dla powodzenia całego procesu pod względem prawnym, natomiast nie niesie ze sobą szczególnych konotacji natury biznesowej – kwestie te zostały sfinalizowane na etapie oferty publicznej i znów pojawią się na pierwszym planie w dniu debiutu giełdowego.

Wskazać należy jednak, że mimo zaprezentowanego funkcjonalnego podziału zaistnienie spółki publicznej w obrocie demonstruje transcendencję prezentowanych faz względem siebie. Przykładem stanowiącym dowód na trafność tej tezy jest przedstawiona powyżej rejestracja i dematerializacja akcji – w praktyce KDPW każdorazowo zastrzega, że dematerializacja i rejestracja akcji w KDPW następują zgodnie z zapisami zawartymi w oświadczeniu w sprawie rejestracji papierów wartościowych, po dostarczeniu dokumentów potwierdzających spełnienie się warunku rejestracji tam zawartego, czyli w przypadku procesu IPO – uchwały rynku o dopuszczeniu akcji do obrotu na rynku regulowanym. Oparcie dematerializacji akcji na spełnieniu warunku umożliwia § 70 Regulaminu KDPW, zgodnie z którym umowa o rejestrację dotycząca papierów wartościowych, w odniesieniu do których emitent zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku, może zostać zawarta przed nastąpieniem tych zdarzeń i w takim przypadku rejestracja papierów wartościowych w depozycie następuje, odpowiednio, po dopuszczeniu tych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym oraz po złożeniu w KDPW potwierdzających ten fakt dokumentów.

Praktyka, jak również wykładnia celowościowa § 70 Regulaminu KDPW też zdają się podkreślać zasadność tego sformułowania w kontekście sprawnego prowadzenia procesu IPO – wszakże dla emitenta powyższe

rozwiązanie jest korzystne, szczególnie pod względem czasowym. Aspekt ten, przeważnie pomijany w literaturze ze względu na swą techniczną naturę, stanowi istotny pomost nie tylko pomiędzy dwiema omawianymi definicjami spółki publicznej, lecz także wskazuje, jak w praktyce dopuszczenie do obrotu zostało powiązane z dematerializacją akcji, nie w akcie prawa o randze ustawowej, a opierając się na Regulaminie KDPW[124]. Choć w ramach procesu prowadzonego na gruncie ówczesnego stanu prawnego i w granicach poprzedniej definicji dematerializacja akcji mogła być słusznie traktowana jako wyraźnie określony moment uzyskania statusu spółki publicznej[125], wykładnia teleologiczna może stanowić argument za stanowiskiem P. Wajdy, który określał dopuszczenie akcji do obrotu na rynku giełdowym na podstawie wykorzystania aktu administracyjnego jako momentu wywołania skutków faktycznych i prawnych w postaci uzyskania statusu spółki publicznej przez spółkę akcyjną oraz możliwość obrotu jej akcjami na rynku giełdowym[126].

Determinanta obecnej definicji spółki publicznej artykułuje wymóg dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym co najmniej jednej akcji (lub wprowadzenia do obrotu w ASO) na terytorium RP. Założenie to przenosi definicyjny środek ciężkości na dopuszczenie akcji do obrotu zorganizowanego, tj. czynność, która miała oczywiście miejsce na gruncie poprzedniego stanu prawnego sprzed nowelizacji u.o.p. i jak trafnie określa ją P. Wajda, przez pojęcie dopuszczenia do obrotu na rynku giełdowym należy rozumieć osnowę uchwały zarządu GPW we wskazanym zakresie[127]. Ten końcowy aspekt nie uległ zmianie. Proces dopuszczenia do obrotu uległ pewnym przekształceniom nie tylko ze względu na przeobrażenie definicji spółki publicznej, lecz również w wyniku redefinicji siatki pojęciowej rynku kapitałowego.

Historycznie rzecz biorąc, podstawowe przepisy warunkujące dopuszczenie do obrotu są ujęte w art. 19 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., zgodnie z którym

[124] Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 42/679/17 Rady Nadzorczej KDPW S.A. z dnia 26 września 2017 r., ze zm.

[125] M. Michalski, *Spółki...*, s. 74 i n.

[126] P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 208.

[127] *Ibidem*, s. 207.

papiery wartościowe objęte zatwierdzonym prospektem emisyjnym mogą być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym wyłącznie po ich dopuszczeniu do tego obrotu, jak i w art. 11a u.o.p., stosownie do którego wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym składa ich emitent. Choć nie ma to przełożenia na omawiany zakres procesu IPO, warto odnotować, że obecne brzmienie art. 11a u.o.p. rozszerza krąg uprawnionych do złożenia wniosku o dopuszczenie i reguluje szczegóły w tym zakresie[128]. Oprócz u.o.p. oraz u.o.i.f. dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu jest również przedmiotem zapisów w Regulaminie GPW i Szczegółowych Zasadach Obrotu GPW[129], jak i rozporządzenia w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań giełdowych.

Kompetencje zarządu GPW do wydania uchwały o dopuszczeniu akcji do obrotu na rynku giełdowym, zgodnie z art. 32 u.o.i.f., egzemplifikują szczegółowe regulacje zawarte w Regulaminie GPW, przede wszystkimi w § 3–§ 10. Unormowania te można na potrzeby dyskursu i procesu IPO podzielić na trzy poziomy.

Pierwszy z nich jest oparty na ogólnym założeniu Regulaminu GPW – zawartym w § 3 ust. 1 pkt 1 i warunkującym dopuszczenie do obrotu giełdowego od spełnienia trzech podstawowych wymagań dla instrumentów finansowych: sporządzenia i zatwierdzenia prospektu, ich nieograniczonej zbywalności oraz braku toczącego się w stosunku do emitenta postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego.

Drugi poziom dotyczy dodatkowych wymogów w zakresie akcji. Te ostatnie, zgodnie z § 3 ust. 2 Regulaminu GPW, powinny spełniać również dwa dodatkowe warunki – kapitalizacji oraz rozproszenia. Wymóg kapitalizacji rozumiany jest jako iloczyn liczby wszystkich akcji emitenta i prognozowanej ceny rynkowej tych akcji. Jeśli określenie tej ceny nie

[128] Wynika to m.in. z implementacji art. 51 ust. 5 dyrektywy MIFID II, zgodnie z którym zbywalne papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym można następnie dopuścić do obrotu na innych rynkach regulowanych bez zgody emitenta. W literaturze trafnie podkreśla się związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy wnioskiem emitenta a dopuszczeniem akcji do obrotu, co niesie ze sobą szereg obowiązków. Zob. J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej*..., s. 215 i n.

[129] Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r., ze zm.

jest możliwe – kapitałów własnych emitenta, które muszą wynieść co najmniej 60 mln PLN albo równowartość co najmniej 15 mln EUR wyrażoną w PLN. Drugim warunkiem jest rozproszenie akcji, będące wszakże cechą charakterystyczną obrotu masowego. W posiadaniu akcjonariuszy uprawnionych indywidualnie do wykonywania mniej niż 5% głosów na walnym zgromadzeniu emitenta znajdować ma się co najmniej 15% akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego oraz 100 000 akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego o wartości równej co najmniej 4 mln PLN albo równowartości 1 mln EUR liczonej według ostatniej ceny sprzedaży lub emisyjnej[130].

Trzeci poziom regulacji zasygnalizowano w § 3 ust. 5 Regulaminu GPW. Ma on całkowicie inną podstawę prawną i można poczynić stwierdzenie, że na tym etapie stanowi istotną ingerencję w ramach samoregulacji GPW. Zapis § 3 ust. 5 Regulaminu GPW zakłada bowiem, że dopuszczone do obrotu giełdowego na rynku podstawowym mogą być akcje, które spełniają warunki dopuszczenia do obrotu giełdowego oraz warunki dopuszczenia do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, określone w rozporządzeniu w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań giełdowych. Tak jak wskazano wcześniej, na mocy art. 17 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. minister właściwy do spraw instytucji finansowych określa w drodze

[130] Zarząd GPW może, zgodnie z § 3 ust. 3, odstąpić od stosowania wymogu dotyczącego rozproszenia akcji, jeżeli uzna, że nie zagraża to interesowi uczestników obrotu giełdowego i będzie to zawarte w uchwale wskazującej okoliczności faktyczne odstąpienia od stosowania tych wymogów. Mimo różnic w procesie IPO z uwagi na siedzibę emitenta sytuacja taka miała miejsce w związku z procesem IPO spółki Allegro.eu. Zarząd GPW podkreślał, że z uwagi na wartość akcji w posiadaniu inwestorów detalicznych, jak i liczbę (około 37 tys.) inwestorów, nie stanowi to zagrożenia dla bezpieczeństwa obrotu giełdowego i interesów jego uczestników oraz że wartość akcji posiadanych przez inwestorów detalicznych przekracza również wartość określoną w § 1 ust. 2 pkt 2 rozporządzenia w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań giełdowych. Zob. Uchwała Nr 762/2020 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 8 października 2020 r. w sprawie dopuszczenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych spółki Allegro.eu Société Anonyme z siedzibą w Luksemburgu, https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=110052&title=ALLEGRO.EU+SOCI%C3%89T%C3%89+ANONYME+(Uchwa%C5%82a+Nr+762/2020) (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

rozporządzenia szczegółowe warunki, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku. Choć na potrzeby procesu IPO używane było przeważnie pojęcie rynku regulowanego, na tym etapie dystynkcja ta okazuje się niezwykle ważna. Rynek podstawowy GPW, operujący w ramach rynku regulowanego, jest bowiem także rynkiem oficjalnych notowań w rozumieniu u.o.i.f. i w związku z tym charakteryzują go dodatkowe wymogi w zakresie warunków cechujących akcje będące przedmiotem dopuszczenia do obrotu. Jest to również kolejny argument za tym, dlaczego nie można stawiać znaku równości pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu, co więcej w ramach rynku regulowanego również występują różnice w zakresie kryteriów.

Stosownie do § 1 ust. 1 rozporządzenia w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań dopuszczenie do obrotu na tym rynku zależy od łącznego spełnienia przez akcje następujących warunków:

(i) Akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.
(ii) Akcje te są swobodnie zbywalne.
(iii) Wszystkie wyemitowane akcje danego rodzaju zostały objęte wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na rynku oficjalnych notowań do właściwego organu spółki prowadzącej rynek oficjalnych notowań.
(iv) Iloczyn liczby i prognozowanej ceny rynkowej akcji objętych powyższym wnioskiem, a w przypadku, gdy określenie tej ceny nie jest możliwe – kapitały własne emitenta, wynoszą co najmniej równowartość 1 mln EUR wyrażoną w PLN.
(v) W dacie złożenia wniosku istnieje rozproszenie akcji objętych wnioskiem zapewniające płynność obrotu tymi akcjami.

Przepis § 1 ust. 2 rozporządzenia w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań doprecyzowuje wymogi w zakresie rozproszenia akcji zapewniającego płynność obrotu. Rozproszenie spełnia ten wymóg, jeżeli w dyspozycji akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, znajduje się: co najmniej 25% akcji spółki objętych wnioskiem lub co najmniej 500 000 akcji spółki o łącznej wartości wynoszącej co najmniej równowartość 17 mln EUR wyrażoną w PLN, według ostatniej ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży akcji,

a w szczególnie uzasadnionych przypadkach – według prognozowanej ceny rynkowej. Dodatkowym warunkiem jest, określony w § 2 rozporządzenia w sprawie szczegółowych warunków rynku oficjalnych notowań, wymóg dopuszczenia do obrotu na tym rynku akcji, co do zasady, wyłącznie w sytuacji, gdy spółka – będąca ich emitentem – ogłaszała, na zasadach określonych w odrębnych przepisach, sprawozdania finansowe, co najmniej przez trzy kolejne lata obrotowe poprzedzające dzień złożenia wniosku. W praktyce wymóg ten jest spełniony wcześniej – z chwilą publikacji prospektu w ramach oferty publicznej.

Zgodnie z § 10 Regulaminu GPW zarząd GPW, podczas rozpoznawania wniosku o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu giełdowego, uwzględnia następujące kryteria: sytuację finansową emitenta, jak i prognozę tej sytuacji, perspektywy rozwoju emitenta, doświadczenie oraz kwalifikacje członków organów zarządzających i nadzorczych emitenta, warunki, na jakich emitowane były instrumenty finansowe oraz ich zgodność z zasadami określonymi w § 35 Regulaminu GPW, jak też bezpieczeństwo obrotu giełdowego i interes jego uczestników. Ciekawym novum w tym zakresie jest praktyczne wykorzystanie instrumentarium zawartego w § 35 Regulaminu GPW, nadającego radzie nadzorczej oraz zarządowi GPW umocowania do określania we wspólnych uchwałach zasad publicznego charakteru obrotu giełdowego. Po raz pierwszy wspólne stanowisko w sprawie zasad publicznego charakteru obrotu giełdowego zostało opublikowane 17 grudnia 2018 r. i obowiązuje ono od 1 stycznia 2019 r.[131] Stanowisko to, mające na celu wzmocnienie bezpieczeństwa obrotu, zostało wydane z uwagi na liczne nieprawidłowości rynkowe w 2018 r., ale też prawdopodobnie przez brak adekwatnej reakcji ustawodawcy na ówczesną sytuację[132]. Okoliczności, które mogą skutkować odmową dopuszczenia lub wprowadzenia do obrotu giełdowego akcji bądź praw do tych

[131] Zob. Wspólne stanowisko Rady Nadzorczej i Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 17 grudnia 2018 r. w sprawie zasad publicznego charakteru obrotu giełdowego, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/Wspolne_stanowisko_RG_ZG.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[132] Por. A. Nartowski, *Sprawa Getback S.A. (2018) w świetle corporate governance*, Kraków–Warszawa 2019, http://www.andrzejnartowski.pl/wp-content/uploads/2019/02/Raport-Nartowskiego-Getback-i-corporate-governance.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

akcji, wyemitowanych z naruszeniem zasad publicznego charakteru obrotu giełdowego, dotyczą m.in. kwestii istotnie zróżnicowanych cen emisyjnych akcji, budzących wątpliwości wycen aktywów, obejmowania wnioskiem o dopuszczenie części emisji bez zgody akcjonariuszy, postępowań upadłościowych czy administracyjnych wobec emitentów. Dla procesu IPO istotny jest fakt, że jeśli którakolwiek z powyższych przesłanek występuje wobec akcji lub emitenta w momencie złożenia wniosku o dopuszczenie lub wprowadzenie do obrotu akcji lub praw do akcji, taka informacja powinna być podana do wiadomości publicznej jako istotna w zakresie ryzyka odmowy dopuszczenia lub wprowadzenia do obrotu giełdowego ww. akcji lub praw do akcji.

Tym samym można uzupełnić trafny wniosek P. Wajdy, stanowiący o tym, że powyższe kryteria mają zarówno charakter subiektywny, jak i obiektywny[133]. Praktycznym spostrzeżeniem w zakresie powyższego, ocennego charakteru tychże wymogów jest umiarkowana niepewność podczas procesu IPO. Zachowanie należytej staranności, wykorzystanie renomowanych doradców oraz spełnienie wszystkich obiektywnych przesłanek formalnych nie gwarantuje powodzenia. Na tym etapie procesu IPO, tj. wraz ze złożeniem wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, emitent zaczyna podlegać obowiązkom wynikającym z rozporządzenia MAR[134]. Art. 2 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR ma zastosowanie nie tylko wobec instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, lecz także będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, co łącznie interpretowane z treścią art. 4 ust. 1 akapit 1 oraz ust. 3 lit. b rozporządzenia MAR – może prowadzić do wniosku, że poprzez pojęcie emitenta ubiegającego się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku

[133] Zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 208 i n.

[134] Obowiązki w tym zakresie realizowane są m.in. przez Elektroniczny System Przekazywania Informacji (ESPI). Zob. Regulamin korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI). Załącznik do zarządzenia nr 88/2019 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2019 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Regulamin_korzystania_z_ESPI_66994.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

regulowanym należy rozumieć emitenta, który wystąpił z wnioskiem o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym[135].

Tak jak wskazano wcześniej, dopuszczenie do obrotu giełdowego warunkowane jest uchwałą zarządu GPW podejmowaną zgodnie z § 5 Regulaminu GPW na podstawie art. 32 u.o.i.f., zgodnie z którym uchwałę w sprawie dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym podejmuje zarząd spółki prowadzącej rynek regulowany w terminie 14 dni od dnia złożenia wniosku. Wymogi w zakresie samego wniosku określono w Szczegółowych Zasadach Obrotu GPW. Doprecyzowują one szereg wcześniej wskazanych wymogów w zakresie konkretnych dokumentów lub oświadczeń, jakie mają zostać dostarczone. Procedura warunkowana jest 14-dniowym terminem określonym w treści u.o.i.f., a ocena organu korporacyjnego w postaci zarządu GPW ma charakter dwuetapowy – ocena formalna wniosku oraz ocena pod kątem wymogów określonych w Regulaminie GPW na podstawie uprawnienia nadanego w art. 28 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f.[136] Zarząd GPW może, zgodnie z art. 32 ust. 2 u.o.i.f., w sytuacji niekompletności wniosku lub z uwagi na konieczność uzyskania dodatkowych informacji zażądać uzupełnienia informacji lub ich przedstawienia. Dodatkowo, w myśl art. 32 ust. 3 u.o.i.f., zarząd jest związany obowiązkiem odmowy dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, gdy nie są spełnione kryteria i warunki, o których mowa w art. 28 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f., czyli w Regulaminie GPW. Odpis uchwały wraz z uzasadnieniem przekazywany jest emitentowi, któremu – zgodnie z art. 32 ust. 3 u.o.i.f. – przysługuje odwołanie do rady nadzorczej GPW w terminie pięciu dni sesyjnych, co określono w § 23 ust. 2 Regulaminu GPW. Zgodnie z § 23 ust. 3 Regulaminu GPW rada nadzorcza GPW ma miesiąc na jego rozpatrzenie. Art. 32 ust. 4 u.o.i.f. dookreśla sytuację, gdy uchwała rady nadzorczej GPW nie uwzględniła odwołania – emitent może zaskarżyć taką uchwałę do sądu właściwego miejscowo dla siedziby spółki prowadzącej rynek regulowany, w terminie 14 dni od dnia powzięcia wiadomości o uchwale, jeżeli odmowa

[135] Tak: J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej...*, s. 217 i n. Por. A. Stokłosa, [w:] A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 70 i n.

[136] P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 724.

dopuszczenia narusza postanowienia regulaminu rynku regulowanego. W takiej sytuacji, zgodnie z art. 32 ust. 4 u.o.i.f., wyrok sądu uwzględniający powództwo zastępuje uchwałę o dopuszczeniu instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym. Ewentualne ponowne złożenie wniosku o dopuszczenie tych samym instrumentów finansowych, zgodnie z § 23 ust. 5 Regulaminu GPW, jest warunkowane sześciomiesięcznym terminem od daty doręczenia odmownej uchwały zarządu GPW lub w przypadku odwołania od daty doręczenia ponownej uchwały odmownej rady nadzorczej GPW.

Postępowanie przed GPW nie jest postępowaniem w rozumieniu przepisów k.p.a. Zawiera jednak pewne elementy o zbliżonej konstrukcji, jak np. bieg terminów. Pozostaje w tym miejscu wyłącznie zasygnalizować i w pełni podzielić krytyczne stanowisko P. Wajdy, rozbudowane przez J. Róg-Dyrdę, w stosunku do zbyt dużej autonomii decyzyjnej nadanej GPW w procesie dopuszczania akcji do obrotu[137]. Jest to proces uznaniowy, niedostatecznie dookreślony ustawowo, oparty na nieostrych kryteriach określonych w regulacjach wewnętrznych i bez faktycznego nadzoru KNF. Wydaje się, że stan ten jest również wynikiem szczególnej pozycji GPW jako jedynej spółki prowadzącej rynek regulowany i zostałby należycie unormowany w przypadku, gdyby spółek prowadzących rynki regulowane było więcej.

Uchwała dopuszczająca do obrotu powinna określać nie tylko przedmiot obrotu, lecz także jego miejsce – w tym przypadku rynek oficjalnych notowań, nazywany przez GPW rynkiem podstawowym, oraz system notowań, który może być ciągły lub jednolity[138]. Obecna praktyka GPW wskazuje jedynie na określanie rynku, na którym akcje mają być dopuszczone do obrotu. Pozostałe szczegóły zawiera uchwała wprowadzająca akcje do obrotu. Choć uchwała dopuszczająca do obrotu na rynku regulowanym naturalnie była wymagana na gruncie poprzedniego stanu prawnego, zgodnie z nowym brzmieniem definicji spółki publicznej – dopuszczenie akcji

[137] Por. P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 210 i n. oraz J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej...*, s. 216 i n. Jednym z narzędzi, którym dysponuje KNF, jest zgoda w postaci decyzji administracyjnej w zakresie uchwalenia i każdej zmiany regulaminu GPW zgodnie z art. 29 u.o.i.f.

[138] Tak: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 282.

do obrotu na rynku regulowanym oznacza obecnie precyzyjnie określony moment, kiedy spółka uzyskuje status spółki publicznej.

4.3.2.3.3. Wprowadzenie do obrotu

Zgodnie z § 11 Regulaminu GPW zarząd GPW może uchylić uchwałę o dopuszczeniu akcji do obrotu giełdowego, jeżeli w terminie 6 miesięcy od dnia jej wydania nie zostanie złożony wniosek o ich wprowadzenie do obrotu. W praktyce dopuszczenie oraz wprowadzenie do obrotu są ze sobą ściśle powiązane i wprowadzenie akcji do obrotu jest równoznaczne z wyznaczeniem dnia debiutu spółki na rynku giełdowym. Na tym etapie również można podkreślić wyjątkowo dużą swobodę zarówno w zakresie decyzyjności, jak i samoregulacji po stronie GPW. Na gruncie poprzedniego stanu prawnego podkreślano nawet, że choć zgodnie z art. 1 u.o.p. ustawa ta powinna regulować zasady i warunki ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych lub innych instrumentów do obrotu na rynku regulowanym, regulacje te zostały zawarte w Regulaminie GPW oraz Szczegółowych Zasadach Obrotu GPW[139]. Obecnie wydaje się, że powyższy argument wyłącznie zyskał na sile, przede wszystkim ze względu na nowe brzmienie art. 1 pkt 1 u.o.p., zgodnie z którym ustawa normuje powyższe aspekty w zakresie nieuregulowanym przepisami rozporządzenia 2017/1129. Nowelizacja u.o.p. wzmocniła zatem jeszcze bardziej pozycję GPW na etapie dopuszczenia i wprowadzenia do obrotu na rynku regulowanym. Wynika to nie tylko z rozproszenia przepisów pomiędzy u.o.p. a rozporządzeniem 2017/1129, lecz przede wszystkim z faktu zawężenia zakresu przepisów u.o.p. poprzez określenie negatywnego zbioru. U.o.p. normuje obecnie wyłącznie aspekty nieuregulowane w przepisach unijnych, tj. rozporządzeniu 2017/1129. W tym miejscu można również podkreślić, że autonomia decyzyjna GPW i uchwała na tym etapie nie jest ograniczona przepisami wewnętrznymi ani aktami prawa – wszakże nie istnieje katalog przesłanek, jakimi ma się kierować zarząd GPW w zakresie słuszności jej podjęcia bądź odmowy, emitent nie dysponuje instrumentarium

[139] Tak: J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej...*, s. 222.

odwoławczym – tym bardziej jako wewnętrzny akt administracyjny, uchwała staje się wręcz niewzruszalna[140].

Wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego, jako kulminacja całego procesu IPO, odbywa się po finalizacji poprzednich etapów, tj. zatwierdzenia prospektu przez KNF, przeprowadzenia oferty publicznej, a także dematerializacji akcji, rejestracji akcji nowej emisji przez sąd oraz ich uprzedniego dopuszczenia do obrotu giełdowego. Klasyczny scenariusz IPO zakłada wprowadzenie akcji do obrotu zgodnie z § 36, § 37 oraz § 38 Regulaminu GPW, warunkującego wprowadzenie do obrotu giełdowego na danym rynku od wniosku emitenta oraz uprzednio nadanego kodu ISIN[141]. Wymogi w zakresie wniosku określone są w § 12 pkt 1 Szczegółowych Zasad Obrotu GPW, z zastrzeżeniem, że zgodnie z § 12 pkt 2 – jeśli dokumenty były uprzednio złożone i są aktualne (np. na etapie wniosku o dopuszczenie), można w tym zakresie złożyć oświadczenie. Oznacza to formalną niezależność obu tych procesów, mimo że uchwały zarządu GPW w zakresie dopuszczenia i wprowadzenia bywają podejmowane bezpośrednio po sobie[142]. Zgodnie z § 38 Regulaminu GPW zarząd GPW wprowadza akcje do obrotu giełdowego, określając precyzyjnie sesję giełdową, na której nastąpi pierwsze notowanie. W treści uchwały zawarte są wszystkie pozostałe szczegóły, m.in. system notowań, nazwa skrócona oraz oznaczenie, pod jakim nastąpi obrót, jak i ewentualne inne niezbędne informacje szczegółowe[143].

[140] Szerzej: J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej...*, s. 222 i n. oraz P. Wajda, *Efektywność informacyjna...*, s. 207 i n.

[141] Zgodnie z § 37 pkt 1 Regulaminu GPW instrumenty finansowe mogą być wprowadzane do obrotu w trybie zwykłym, na wniosek emitenta, wraz ze wskazaniem kodu ISIN – charakterystycznym dla procesu IPO oraz w trybie publicznej sprzedaży odbywającym się na podstawie oferty sprzedaży złożonej przez członka giełdy.

[142] W literaturze niesłusznie uznaje się wprowadzenie do obrotu za etap zautomatyzowany, który następuje wręcz samoczynnie po dopuszczeniu do obrotu. Zob. M. Pośląd, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, Warszawa 2006, s. 156.

[143] Przykładem może być skorzystanie z uprawnienia wynikającego z § 120 ust. 2 Regulaminu GPW i zmiana harmonogramu notowań w odniesieniu do jednego emitenta – Allegro.eu. Zob. Uchwała Nr 766/2020 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 9 października 2020 r. w sprawie wprowadzenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych Allegro.eu Société Anonyme z siedzibą w Luk-

Symbolicznym zwieńczeniem procesu IPO jest uroczysta ceremonia w sali notowań GPW wraz z przemową prezesa lub wiceprezesa GPW oraz rozbrzmieniem dzwonu. Sukces biznesowy w największym stopniu zależy od dwóch czynników – odpowiedniej wyceny akcji na etapie oferty publicznej oraz sprzyjających warunków rynkowych. Pewnym instrumentem mającym na celu przeprowadzenie udanego debiutu pod kątem notowań jest mechanizm stabilizacji ceny, określony w rozporządzeniu MAR – zgodnie z jawnymi i przejrzystymi zasadami podmioty uczestniczące w procesie IPO (banki inwestycyjne) mogą podejmować interwencję popytową w przypadku nadmiernej podaży[144].

Etap wprowadzenia do obrotu nie uległ zmianom wynikającym z nowelizacji u.o.p., jak i zmiany definicji spółki publicznej. Uchwała zarządu GPW w sprawie wprowadzenia do obrotu pozostaje wciąż niezbędnym elementem każdego procesu IPO.

4.4. Wnioski

Zmiana definicji spółki publicznej ma pozytywny wydźwięk w zakresie doprecyzowania momentu, od którego dana spółka akcyjna może być uznana za spółkę publiczną. Na gruncie poprzedniego stanu prawnego była to rejestracja papierów wartościowych w KDPW, która przyjmowana była za przesłankę uznania spółki, dokonującej dematerializacji akcji, za spółkę publiczną. Jednakże dematerializacja akcji następowała nie z chwilą zawarcia, lecz dopiero wykonania umowy z KDPW, co powodowało liczne wątpliwości

semburgu, https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=110053&title=ALLEGRO.EU+SOCI%C3%89T%C3%89+ANONYME+(Uchwa%C5%82a+Nr+766/2020) (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[144] Zgodnie z art. 3 rozporządzenia MAR pojęcie stabilizacji oznacza nabycie lub ofertę nabycia papierów wartościowych, lub transakcję na równoważnych z nimi instrumentach powiązanych, dokonywane przez instytucje kredytowe lub firmy inwestycyjne w kontekście znacznej dystrybucji takich papierów wartościowych wyłącznie w celu wsparcia ceny rynkowej tych papierów wartościowych przez ustalony z góry okres ze względu na presję podażową na te papiery wartościowe. Jest to niewątpliwie mechanizm interwencyjny, zaburzający klasyczną równowagę popytowo-podażową, która jest warunkiem niezbędnym dla funkcjonowania rynku.

i trudności w określeniu konkretnego momentu uzyskania statusu spółki publicznej przez spółkę akcyjną, jak i wejścia w odpowiedni reżim informacyjny[145] – aspekt ten został już wcześniej dookreślony poprzez rozporządzenie MAR. Tak jak udowodniono wcześniej, spółkę publiczną cechuje jednak przede wszystkim masowy akcjonariat, charakterystyczny dla rynku regulowanego, a nie bezdokumentowa forma jej akcji, która może dotyczyć i będzie dotyczyć m.in. wszystkich spółek akcyjnych, zgodnie z nowelizacją k.s.h. Pozwala to na sformułowanie wniosku, że dematerializacja obrotu jest cechą charakterystyczną rynku giełdowego[146], co naturalnie ułatwia obrót akcjami spółki publicznej przez masowy akcjonariat. Wejście w życie przepisów u.o.p. oraz rezygnacja z zasady przymusu rynku regulowanego i pojęcia publicznego obrotu spowodowały konieczność znalezienia konkretnego zdarzenia warunkującego zaistnienie spółki publicznej w obrocie.

Na gruncie p.p.o.p.w. 1997 zdarzeniem tym było dopuszczenie akcji do publicznego obrotu przez KPWiG. Zgodnie z ówczesną definicją spółki publicznej, zawartą w art. 4 pkt 9 p.p.o.p.w. 1997, za spółkę publiczną uważano każdą spółkę akcyjną, której akcje co najmniej z jednej emisji dopuszczone były do publicznego obrotu. Oznaczało to zatem, że historycznie uzyskanie statusu spółki publicznej następowało zawsze w wyniku wprowadzenia papierów wartościowych do publicznego obrotu i wymagało indywidualnej decyzji KPWiG, wydanej w trybie administracyjnym[147]. Dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu na gruncie p.p.o.p.w. 1997 skutkowało zatem pełną dematerializacją papierów wartościowych i nabyciem konstytutywnego znaczenia zapisów na rachunkach papierów wartościowych, co skutkowało obowiązkiem zawarcia przez emitenta umowy z KDPW dotyczącej rejestracji papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu[148]. Przytoczona definicja spółki publicznej na gruncie p.p.o.p.w. 1997 może skutkować poszukiwaniem pewnej analogii do

[145] Zob. K. Grabowski, *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy...*, s. 70.

[146] Zob. M. Wierzbowski, K. Gilbowski, [w:] H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski (red.), *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne*, Warszawa 2009, s. 399 oraz J. Okolski, S. Strzelecka, *Nowy typ spółki kapitałowej – prosta spółka akcyjna...*, s. 932.

[147] R. Jurga, M. Michalski, [w:] L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 667.

[148] R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...*, s. 42.

definicji zawartej w nowelizacji u.o.p. Niewątpliwie elementem wspólnym jest sam fakt dopuszczenia do obrotu, jednakże zmiany w zakresie samej definicji obrotu, jak i określenia podmiotu uprawnionego do podjęcia decyzji w tej materii nie warunkują dalszej analizy w tym zakresie.

Tym samym powyżej zakreślony przebieg klasycznego procesu IPO w świetle nowego *criterium divisionis* definicji spółki publicznej pozwala na sformułowanie dwóch dodatkowych wniosków, zarówno w odniesieniu do samego procesu, jak i zmian, jakie zaszły w obrębie jego przebiegu.

Przede wszystkim należy zdecydowanie stwierdzić, że proces IPO nie uległ zasadniczej zmianie. Mimo kompleksowej redefinicji siatki pojęciowej rynku kapitałowego – wynikającej zarówno z przyczyn zewnętrznych (m.in. rozporządzenie 2017/1129), jak i krajowych (m.in. nowelizacja k.s.h.), co miało także przełożenie na obecną definicję spółki publicznej – trzon tego procesu pozostał w niezmienionym kształcie. Proces IPO rozpoczyna się od decyzji spółki akcyjnej, która konsekwentnie musi zrealizować szereg wymogów prawnych, ale też biznesowych, by zadebiutować jako spółka publiczna na GPW. Kluczowymi etapami tego procesu wciąż pozostają prospekt, oferta publiczna oraz dematerializacja, a następnie dopuszczenie i wprowadzenie akcji do obrotu. Zasygnalizowane różnice w obecnym przebiegu, choć ważne na poszczególnych etapach, nie mają istotnego przełożenia na końcowy rezultat i wynikają przede wszystkim ze zmian siatki pojęciowej. Etap dematerializacji akcji słusznie nie jest już momentem uzyskania statusu spółki publicznej. Mimo że poszczególne fazy procesu IPO wydają się następować po sobie w sposób chronologiczny, liczne regulacje wewnętrzne GPW, jak i KDPW uniemożliwiają wprost ich rozdzielenie. Jest to widoczne w § 70 Regulaminu KDPW, zgodnie z którym umowa o rejestrację papierów wartościowych, w odniesieniu do których emitent zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku, może zostać zawarta przed nastąpieniem tych zdarzeń i w takim przypadku rejestracja papierów wartościowych w depozycie następuje odpowiednio – po dopuszczeniu tych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym oraz po złożeniu w KDPW potwierdzających ten fakt dokumentów. Oznacza to zatem bezpośrednią i wzajemną zależność pomiędzy dopuszczeniem akcji do obrotu na rynku regulowanym a uprzednim

zawarciem umowy o rejestrację zawierającą warunek dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym.

Ponadto wypracowany przez ostatnie piętnaście lat mechanizm zaciera te różnice. Można stwierdzić, że wobec poprzedniej niefortunnej definicji spółki publicznej akty wewnętrzne GPW oraz KDPW zostały dostosowane tak, aby zminimalizować i zmitygować negatywne konsekwencje. Przykładem powyższego jest założenie wynikające z § 38 Regulaminu GPW, zgodnie z którym wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego wymaga wskazania kodu ISIN, co wynika bezpośrednio z dematerializacji w KDPW. Konsekwencje te mają jednak szersze odzwierciedlenie m.in. w postępującym zwiększaniu uprawnień w sferze samoregulacji, szczególnie GPW, co odbywa się kosztem przede wszystkim KNF. Tendencja ta jest widoczna również z perspektywy rozważanego tematu – to uchwała zarządu GPW determinuje obecnie uzyskanie statusu spółki publicznej i dopuszczenie jej akcji do obrotu na rynku regulowanym[149]. Uchwała, która powinna być podejmowana zgodnie z zaprezentowanymi wymogami, przy zmianie definicyjnego środka ciężkości, staje się niezwykle istotna dla wszystkich spółek publicznych w Polsce i determinuje ich byt. Uprzednio zaprezentowane na łamach tego rozdziału argumenty o braku szczegółowych, mierzalnych i obiektywnych przesłanek można podsumować jednym ważnym wnioskiem natury praktycznej. Jest to kolejny dowód stanowiący o szczególnej i wyjątkowej pozycji GPW. Przykładem tego są wydarzenia mające miejsce w 2010 r., gdy zarząd GPW tego samego dnia (5 listopada) i bezpośrednio po sobie podjął dwie uchwały (nr 1153/2010[150] oraz nr 1154/2010[151]). Pierwsza dotyczy-

[149] Zob. M. Tąkiel, *Pojęcie spółki…*, s. 45–46.

[150] Zob. Uchwała Nr 1153/2010 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 5 listopada 2010 r. w sprawie dopuszczenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych na okaziciela serii B spółki Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=44376&title=Uchwa%C5%82a+Nr+1153%2F2010 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[151] Zob. Uchwała Nr 1154/2010 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 5 listopada 2010 r. w sprawie wprowadzenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych na okaziciela serii B spółki Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=44377&title=Uchwa%C5%82a+Nr+1154%2F2010 (dostęp:

ła dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym GPW akcji GPW jako spółki akcyjnej, a druga – konsekwentnie – ich wprowadzenia do obrotu na tym rynku. Mimo że uchwały GPW oddziałują jednostronnie w sposób władczy i zbliżony do aktu administracyjnego, GPW pozostaje podmiotem prywatnym, opierającym swoje decyzje na Regulaminie GPW – akcie wewnętrznym, który nie jest prawem powszechnie obowiązującym zgodnie z art. 87 Konstytucji RP[152]. Naturalnie w przypadku braku objęcia GPW kognicją przepisów k.p.a. nie obowiązywał podstawowy warunek bezstronności organu rozstrzygającego sprawę – *nemo iudex in causa sua*. W tym przypadku podkreślić należy także „płynność" samego procesu, w którym GPW decydowała we własnym imieniu.

Trudno jednak powyższe poddać jednoznacznej krytyce, zakładając spełnienie najwyższych standardów przez GPW, a pewność oraz bezpieczeństwo obrotu całego rynku wymagały niezwłocznego przeprowadzenia wymaganej procedury. Aspekt ten jednak doskonale odzwierciedla stopień odpowiedzialności, jaka spoczywa na GPW względem emitentów oraz całego rynku. Jest to istotne szczególnie teraz, w nowym reżimie prawnym. GPW pozostaje zatem spółką publiczną z istotnym nominalnym udziałem Skarbu Państwa, lecz dominującym pod względem akcji uprzywilejowanych co do prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Spółka notowana jest jednocześnie na swoim własnym parkiecie[153].

20 lutego 2021 r.).

[152] Tak: M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku*..., s. 90–91.

[153] Jest to jednak właściwa tendencja globalna i obecnie większość giełd na świecie jest notowana publicznie. Zob. OECD, *OECD Business and Finance Outlook 2016 – Changing Business Models of Stock Exchanges and Stock Market Fragmentation*, https://www.oecd.org/daf/ca/BFO-2016-Ch4-Stock-Exchanges.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.). K. Zacharzewski trafnie podkreśla, że prywatyzacja GPW w procesie IPO nie zmniejszyła wpływu państwa na funkcjonowanie GPW. Zob. K. Zacharzewski, *Prawo*..., s. 80.

V. IMPLIKACJE UZYSKANIA STATUSU SPÓŁKI PUBLICZNEJ

5.1. Wprowadzenie

Uzyskanie statusu spółki publicznej przez spółkę akcyjną rodzi szereg konsekwencji – m.in. w sferze funkcjonalnej, ustrojowo-organizacyjnej, jak i ochrony akcjonariuszy[1]. Z perspektywy omawianego tematu następstwa w zakresie akcji dla spółki publicznej mogą mieć dwojaki charakter.

Po pierwsze, akcja dotychczas traktowana jako papier wartościowy staje się także instrumentem finansowym. Akcja traktowana jako instrument finansowy jest podstawą funkcjonowania rynku regulowanego i zdecydowanie można stwierdzić, że niezależnie od nowelizacji u.o.p. wciąż stanowi immanentną cechę, zarówno tego rynku, jak i spółki publicznej. Obrót w płaszczyźnie rynku regulowanego jest zwieńczeniem drogi opisanej szczegółowo w rozdziale drugim, podczas której papier wartościowy wpierw poddany zmianie kwalifikacji prawnej został uznany jako *valeurs mobilières*, a następnie w wyniku harmonizacji prawa unijnego przyjął nomenklaturę *les instruments financiers*[2].

Po drugie, wada poprzedniej definicji spółki publicznej, opartej na pozbawieniu materialnego nośnika co najmniej jednej akcji i zastąpieniu go zapisem elektronicznym, niosła ze sobą bardzo istotny skutek. Zdematerializowana była wyłącznie część akcji spółki publicznej. Można przyjąć uproszczone założenie, że zdematerializowane były akcje będące przedmiotem obrotu jako instrumenty finansowe na rynku regulowanym. Nowelizacja k.s.h. zakłada bowiem, że istniejące w tradycyjnej formie akcje spółek publicznych powinny do marca 2021 r. zostać zarejestrowane w KDPW, nawet

[1] Szerzej: M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 83–237.
[2] Zob. M. Michalski, *Spółki...*, s. 75.

jeśli nie jest przewidywane ich dopuszczenie do obrotu. Obowiązkowa dematerializacja akcji wedle k.s.h. nie jest zatem podmiotowo ograniczona do spółek niepublicznych i obejmie swoim zakresem także spółki publiczne, których akcje są dopuszczone już do obrotu na rynku regulowanym. Będzie to dodatkowo usankcjonowane przyszłym brzmieniem art. 328^{12} k.s.h., zgodnie z którym akcje tej samej spółki nie mogą być zarejestrowane jednocześnie w rejestrze akcjonariuszy i depozycie papierów wartościowych. Jest to odzwierciedlenie zasady jednolitości reżimu rejestrowego.

5.2. Akcje w obrocie wtórnym

Założeniem o charakterze fundamentalnym w zakresie konsekwencji uzyskania statusu spółki publicznej jest istota akcji rozumianej zarówno jako papier wartościowy, jak i instrument finansowy. Choć związek pomiędzy tymi pojęciami może występować na płaszczyźnie doktrynalnej, legalnej, funkcjonalnej oraz systemowej[3], istotne z perspektywy prowadzonych rozważań są dwie zasadnicze kwestie.

Tak jak sygnalizowano w rozdziale pierwszym, akcje zdają tzw. test zamienności, polegający na określeniu, czy dany instrument finansowy, występujący w formie zdematerializowanej, w przypadku materializacji bądź rematerializacji uzyskałby status klasycznego papieru wartościowego materialnego[4]. Umożliwia to sformułowanie wniosku stanowiącego o tym, że akcja jako instrument finansowy może uzyskać status klasycznego papieru wartościowego w formie materialnej w przypadku rematerializacji. Choć obowiązkowa dematerializacja uniemożliwi praktyczne stosowanie testu zamienności w odniesieniu do akcji, to trafne założenie teoretycznoprawne wciąż pozostanie aktualne[5]. Warto nadmienić, że pojęcia instrumentu

[3] Tak: M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 23.

[4] Szerzej: M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 122 i n.

[5] Jednakże założenie teoretycznoprawne, stanowiące o tym, że za instrument finansowy mógłby być uznany tradycyjny, dokumentowy papier wartościowy bez przeprowadzenia dematerializacji, należy uznać za zbyt daleko idące w świetle obowiązujących przepisów, jak i obrotu gospodarczego. Zob. M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. So-

finansowego oraz papieru wartościowego mogą się wzajemnie krzyżować pod względem zakresowym, co nie oznacza, że każdy papier wartościowy automatycznie może być uznany za instrument finansowy i odwrotnie[6].

W ramach omawianego tematu można również dostrzec dystynkcję pomiędzy akcją jako instrumentem finansowym a papierem wartościowym na podstawie umownego podziału ze względu na gałęzie prawa. Prawo handlowe obejmuje swym zakresem przede wszystkim aspekty związane z prawem spółek – emisją akcji oraz powstaniem papieru wartościowego, a przepisy prawa finansowego znajdują zastosowanie w momencie zaistnienia akcji w zorganizowanym obrocie i regulują handel tymi instrumentami[7]. W prawie polskim aspekty te są unormowane przez k.s.h. w obrębie prawa handlowego oraz przez „konstytucję rynku kapitałowego" – u.o.i.f., u.o.p. i u.n.r.k., uzupełnioną o przepisy u.n.r.f.[8] Regulacje dotyczące wzajemnej relacji pomiędzy pojęciami papieru wartościowego a instrumentu finansowego pozostają zatem w domenie odrębnych obszarów prawa, a ich wspólnym mianownikiem jest obrót gospodarczy[9]. T. Sójka dodatkowo podkreśla, że w krajowym porządku prawnym zorganizowany obrót inwestycyjnymi prawami majątkowymi jest oparty na koncepcji papieru wartościowego, a nie instrumentu finansowego[10].

5.2.1. Akcja jako instrument finansowy

Prymat regulacji dotyczący akcji jako instrumentu finansowego, który został uprzednio zdematerializowany, pozostaje jednak w gestii u.o.i.f. i w treści art. 2 ust. 1 sformułowana została definicja legalna pojęcia instrumentu finansowego – zupełna oraz oparta na wyliczeniu poszczególnych kategorii[11]. Zgodnie z art. 2 ust. 1 u.o.i.f. instrumentami finansowymi są

bolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 434.

[6] Zob. *Ibidem*, s. 434.

[7] M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 23 i n.

[8] W zakresie stanu prawnego sprzed 2005 r. zob. A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, PPH 2004, nr 7, s. 14–20.

[9] Tak: M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 14 i n. Warto również uzupełnić ten podział o prawo karne i sankcje zawarte np. w u.o.p.

[10] Zob. T. Sójka, *Wpis na rachunek...*, s. 119.

[11] K. Gilbowski, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*,

dwie odrębne kategorie – papiery wartościowe oraz instrumenty niebędące papierami wartościowymi[12]. Argumentację stanowiącą o spełnieniu przez art. 2 ust. 1 kryteriów wskazujących na prawidłowo sformułowaną definicję legalną, opartą na zasadach logiki formalnej, warto jednak uzupełnić o pogląd krytyczny. Art. 2 ust. 1 u.o.i.f. określa się mianem zabiegu transpozycji zasady prawa unijnego, stanowiącej o niedefiniowaniu kwestii materialnoprawnych dotyczących rynku finansowego, na grunt prawa polskiego[13]. W efekcie brzmienie tego przepisu jest pewnego rodzaju wyliczeniem katalogu poszczególnych instrumentów finansowych aniżeli faktyczną próbą ich definiowania[14]. Ponadto należy zgodzić się ze stanowiskiem, zgodnie z którym z uwagi na odmienną etymologię opartą na przepisach unijnych prawo rynku kapitałowego nie powinno mieć decydującego wpływu na ogólne koncepcje papierów wartościowych ujęte w przepisach prawa prywatnego[15].

Definicja papieru wartościowego w rozumieniu u.o.i.f. zawarta jest w tzw. „słowniczku" – art. 3 pkt 1 ustawy, i ma charakter porządkujący. Odwołuje się do papierów wartościowych zdefiniowanych w przepisach ustawowych – zarówno w treści u.o.i.f., jak i zewnętrznych, takich jak k.s.h., oraz stanowi o równoważności emisji pod prawem obcym i krajowym[16].

s. 408.

[12] Katalog instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi jest zamknięty i zgodnie z art. 3 ust. 2 u.o.i.f. obejmuje: tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, instrumenty rynku pieniężnego, opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne – zarówno dopuszczone, jak i niedopuszczone do obrotu w systemie obrotu instrumentami finansowymi oparte na szeregu instrumentów bazowych, instrumentach pochodnych dotyczących przenoszenia ryzyka kredytowego, kontraktach na różnicę, jak i uprawnieniach do emisji.

[13] Tak: A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 215. W odniesieniu do wątpliwości interpretacyjnych w zakresie dyrektywy MIFID I oraz dyrektywy MIFID II i ich brzmienia w języku polskim zob. M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 435 oraz K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 205.

[14] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 215.

[15] Tak: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 205. Wzajemne oddziaływanie obu porządków prawnych na etapie legislacyjnym było doskonale widoczne w ramach prac nad nowelizacją u.o.p. oraz nowelizacją k.s.h. przedstawionych w rozdziale trzecim.

[16] A. Chłopecki dodatkowo podkreśla brak dystynkcji pomiędzy instrumentami o charak-

Brak cech oraz przesłanek uznania wybranej kategorii za papier wartościowy umożliwia ustawodawcy określenie katalogu papierów wartościowych, bez rozstrzygania o ich naturze materialnoprawnej. W myśl powyższego, zgodnie z art. 3 pkt 1 u.o.i.f., poprzez pojęcie papieru wartościowego rozumie się akcje oraz prawa poboru w ujęciu przepisów k.s.h., prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego. Zakres ten obejmuje również: inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych powyżej lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego, odnoszące się do papierów wartościowych określonych powyżej, walut, stóp procentowych, stóp zwrotu, towarów oraz innych wskaźników lub mierników – rozumianych jako prawa pochodne. Można zatem stwierdzić, że ustawodawca, traktując pojęcie instrumentu finansowego jako nadrzędne, wyodrębnia dwie główne kategorie instrumentów finansowych.

Pierwszą z nich są papiery wartościowe w tradycyjnym rozumieniu, które są odpowiednio dostosowane do wymogów obrotu giełdowego (rynku regulowanego) poprzez oderwanie prawa podmiotowego od nośnika dokumentowego w wyniku dematerializacji – warunek ten jest spełniony przez akcje[17]. Druga grupa to konstrukcje jurydyczne, które choć występują w formie zdematerializowanej, nie istnieją poza obrotem zorganizowanym – są to obiekty cyrkulacji niebędące papierami wartościowymi[18]. Powyższy, niezwykle szeroki katalog jest jednak przedmiotem dyskusji ze względu na zasady *numerus clausus* lub *numerus apertus*, które opierają się na zamkniętym katalogu papierów wartościowych w rozumieniu u.o.i.f. i zgodnie z którymi papierami wartościowymi są te wymienione w treści u.o.i.f. lub wskazane rodzajowo papiery wartościowe, w tym co do zasady

terze standaryzowanym, jak i niestandaryzowanym. Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 37 oraz s. 216.

[17] Tak: K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 205.

[18] *Ibidem*, s. 205–206.

zbywalne papiery wartościowe wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego[19].

Konkludując, wyróżniony katalog papierów wartościowych, będących instrumentami finansowymi, jest ograniczony do treści u.o.i.f. Nie oznacza to, że cecha papieru wartościowego automatycznie nadawana jest w odniesieniu do obrotu poza przepisami u.o.i.f.[20] Z uwagi na fakt, że akcje mają powszechny i niepodważalny status udziałowego papieru wartościowego, nie ma podstaw, aby kwestionować sens nadania im statusu instrumentu finansowego w myśl u.o.i.f. Wydaje się, że standaryzacja oraz obrót na rynku regulowanym to mocne dowody na trafność tego założenia. Podzielić należy wniosek M. Lemonnier stanowiący o istotnym przełożeniu jakościowym roli dematerializacji akcji w ramach rynku regulowanego na dalsze rozważania teoretycznoprawne w omawianym zakresie[21].

5.3. Zasada jednego reżimu rejestrowego

Akcja w postaci zdematerializowanej, tak jak wskazano w rozdziale pierwszym, była dotychczas objęta reżimem dematerializacji systemowej opartej na przepisach u.o.i.f., w tym w szczególności art. 5–7. Sytuacja ta ulegnie zmianie od marca 2021 r. – w związku z obligatoryjną dematerializacją wszystkich akcji – implementując reżim dematerializacji dla spółek niepublicznych oparty na rejestrze akcjonariuszy. Wprowadzona zostanie zasada rozłączności systemów dematerializacji akcji na podstawie przepisów szczególnych, czyli dematerializacji autonomicznej oraz systemowej[22]. Obligatoryjna dematerializacja akcji dotychczas obejmowała swym zakresem

[19] Por. Ł Gasiński, [w:] J. Okolski, M. Modrzejewska (red.), *Prawo...*, s. 665–667; M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 113–114; M. Romanowski, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 18...*, s. 133–156; M. Bączyk, [w:] M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 59–63; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 426–429.

[20] M. Wierzbowski, P. Wajda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 481.

[21] M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 69.

[22] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 186.

wyłącznie te akcje, które były przedmiotem obrotu zorganizowanego i przeszły pomyślnie procedurę dematerializacyjną, którą w przypadku procesu IPO opisano w rozdziale czwartym.

Konsekwencje wprowadzenia obowiązkowej dematerializacji wszystkich akcji przez wszystkie spółki akcyjne mają swe odzwierciedlenie w zakresie konieczności precyzyjnego określenia adresatów tego obowiązku. Tak jak udowodniono wcześniej, niefortunna definicja spółki publicznej w ujęciu sprzed nowelizacji u.o.p. spowodowała rozszerzenie katalogu spółek publicznych na spółki, które przestały mieć jakikolwiek związek z obrotem zorganizowanym. Choć nastąpiła zmiana definicji spółki publicznej na podstawie adekwatnego kryterium, nie rozwiązało to jednak problemu akcji uprzednio zdematerializowanych w ramach dematerializacji systemowej i przepisów u.o.i.f. Oznacza to, że stwierdzenie, iż obowiązek dematerializacji akcji dotyczy zarówno spółek niepublicznych, jak i spółek publicznych, ale wyłącznie tych, których akcje nie były w 100% zdematerializowane już wcześniej, wymaga uzupełnienia[23]. Przede wszystkim założenie to oparte jest na właściwej konstrukcji teoretycznoprawnej stanowiącej o tym, że w polskim porządku prawnym istnieją dwa rodzaje spółek akcyjnych. Pierwszą kategorią są spółki niepubliczne, których akcje dotychczas nie mogły być dematerializowane, a drugą spółki publiczne, które opierały dotychczas swoją wyjątkowość definicyjną na kryterium dematerializacji choć jednej akcji. Skutkowało to tym, że wśród akcji spółek publicznych mogły swobodnie istnieć akcje niezdematerializowane, czyli te, które nie były przedmiotem obrotu.

Praktyka pokazuje, że powyższe założenie, choć słuszne, wymaga rozwinięcia. Zjawisko niejednorodności spółek publicznych, mimo zmiany definicji spółki publicznej w wyniku nowelizacji u.o.p., ma w dalszym ciągu swoje konsekwencje w odniesieniu do akcji spółek, które utraciły status spółki publicznej, np. znajdując się obecnie poza obrotem zorganizowanym. Ich akcje wciąż pozostały zdematerializowane na podstawie reżimu depozytu papierów wartościowych KDPW, i w rezultacie powstała szczególna kategoria – spółek, które utraciły status spółki publicznej, a posiadają już zdematerializowane akcje. Zmiana kryterium definicyjnego nie skutkowała

[23] Tak: P. Modrzejewski, A. Potasz, *Umorzenie dokumentów akcji...*, s. 33.

automatycznie konsekwencją dla tych spółek w postaci konieczności obowiązku rematerializacji akcji i następnie obowiązku ich ponownej dematerializacji na podstawie innego reżimu, jakim obecnie jest rejestr akcjonariuszy[24]. Ponadto ustawodawca zdecydował się na wprowadzenie przepisów przejściowych, które omówiono w dalszej części rozdziału.

Jest to podejście niewątpliwie właściwe, tym bardziej że nowelizacja k.s.h. dozwala, zgodnie z art. 328^{11} § 1 k.s.h., na podjęcie uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki niebędącej spółką publiczną w zakresie zarejestrowania akcji w depozycie papierów wartościowych w rozumieniu u.o.i.f. Ten ostatni w ujęciu art. 3 pkt 21 u.o.i.f. oznacza KDPW lub spółkę, której KDPW przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych, obejmujący rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze i konta depozytowe prowadzone przez podmioty upoważnione do tego przepisami ustawy. Ma to bezpośrednie konsekwencje określone w art. 328^{11} § 2 k.s.h., zgodnie z którym u.o.i.f. reguluje skutki prawne dematerializacji akcji dla spółki oraz akcjonariuszy – zarówno spółek publicznych, jak i spółek niebędących spółkami publicznymi, których akcje mają być zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez KDPW[25]. Trafna wobec tego rozwiązania wydaje się krytyka M. Michalskiego – ustawodawca zdaje się nie dostrzegać, że spółka publiczna w pierwszej kolejności powinna podlegać przepisom u.o.p., a następnie u.o.i.f. – przepisy k.s.h. nie powinny przesądzać o właściwym reżimie dla tej spółki[26].

Zasygnalizować należy, że rejestracja akcji spółek niepublicznych w depozycie prowadzonym przez KDPW będzie skutkowała koniecznością

[24] Jest to jednak inna sytuacja niż omawiana w rozdziale szóstym niniejszej pracy – dobrowolna rezygnacja ze statusu spółki publicznej. W tym przypadku spółka utraciła status spółki publicznej w wyniku zmiany definicji spółki publicznej, nastąpiło to z mocy prawa i nie było warunkowane działaniami o charakterze dobrowolnym bądź sankcyjnym.

[25] Niniejsze można uzupełnić o teoretyczną możliwość prowadzenia przez KDPW rejestru akcjonariuszy na podstawie przepisów nowelizacji k.s.h., jednakże A. Zwolińska-Doboszyńska słusznie zwraca uwagę, że KDPW wpierw będzie rejestrował akcje spółek niepublicznych w depozycie papierów wartościowych i nie planuje świadczenia usług rejestru akcjonariuszy. Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji…*, s. 16.

[26] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek…*, s. 185–186.

stosowania regulacji szczególnych, przewidzianych wyłącznie dla tych spółek. Sytuację tę komplikuje również tryb dematerializacji akcji, jak i mechanizm rejestracji tych akcji, który determinuje reżim prawny, w jakim funkcjonuje spółka. W doktrynie pojawiają się próby klasyfikacji zdematerializowanych (pierwotnie lub wtórnie) akcji rejestrowych, jak i akcji depozytowych, które mogą występować w wariancie imiennym, jak też na okaziciela[27]. Wniosek płynący z takiego podziału stanowi o tym, że akcje rejestrowe będą mogły być poddane dematerializacji w ramach reżimu rejestru akcjonariuszy dostępnego wyłącznie dla spółek niepublicznych, a akcje depozytowe będą zarówno w spółkach publicznych, jak i niepublicznych.

Decyzja o rejestracji akcji w depozycie albo w rejestrze niesie za sobą daleko idące konsekwencje. Tryb dematerializacji akcji i wiążący się z nim mechanizm rejestracji akcji przesądza bowiem o reżimie prawnym, w jakim funkcjonować będzie spółka. W obrocie prawnym będziemy mieli do czynienia ze zdematerializowanymi (pierwotnie albo wtórnie) akcjami rejestrowymi i akcjami depozytowymi, jak można je określić, w obu wariantach – imiennym i na okaziciela. Akcje rejestrowe będą mogły być emitowane (czy jako takie zarejestrowane) tylko w spółkach niepublicznych, a akcje depozytowe będą występować zarówno w spółkach publicznych, jak i niepublicznych.

Powyższe rozwiązanie spowoduje, że dematerializacja autonomiczna, dokonywana na gruncie regulacji pozasystemowej w odniesieniu do u.o.i.f. – czyli art. 328 [1] k.s.h. w przyszłym brzmieniu, będzie mogła być przeprowadzona alternatywnie, opierając się na depozycie papierów wartościowych, w rozumieniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f. M. Michalski proponuje określenie dematerializacji hybrydowej jako właściwe dla tej sytuacji – wynika to z wzajemnego przenikania się rozwiązań dematerializacji systemowej i autonomicznej w ramach tego rozwiązania[28]. Dodać należy, że przenikają się rozwiązania konstrukcyjne dematerializacji i ich podłoże

[27] Tak: J. Dąbrowska, *Powszechna dematerializacja akcji...*, s. 452 i n. M. Michalski trafnie podkreśla, że klasyfikacja ta pełni rolę konwencji językowej i jest nadmiernym uproszczeniem. Zob. M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości jako cechy konstytutywnej spółki akcyjnej*, PPH 2020, nr 3, s. 9.

[28] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 185.

legislacyjne, a nie same akcje – w tym wypadku obowiązuje wskazana już rozłączność systemów.

Oznacza to zatem, że tak jak w poprzednim stanie prawnym mieliśmy do czynienia z niejednorodnością spółek publicznych, również nowelizacja k.s.h. może odnieść podobny efekt w wypadku spółek niepublicznych. Obok spółek publicznych i dotychczasowego reżimu będą istniały spółki niepubliczne, których akcje zdematerializowane będą w rejestrze akcjonariuszy, jak również spółki niepubliczne objęte reżimem KDPW, wobec których wprowadzone zostaną inne wymogi i regulacje szczególne. Zakres tych ostatnich, wprowadzanych nowelizacją k.s.h., będzie dotyczył m.in. art. 436 § 5 k.s.h. i możliwości uwzględnienia w statucie spółki niebędącej spółką publiczną, której akcje są zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych, postanowień, zgodnie z którymi wykonywanie prawa poboru z tych akcji następuje zawsze w jednym terminie, a także art. 348 § 2 k.s.h., zgodnie z którym dzień dywidendy, zarówno w spółce publicznej, jak i spółce niebędącej spółką publiczną, której akcje zarejestrowane są w depozycie papierów wartościowych, ustala walne zgromadzenie akcjonariuszy[29]. Co więcej, art. 328^{14} k.s.h. wprowadzi również wymóg stosowania przepisów organizacji walnego zgromadzenia spółki publicznej do spółki niebędącej spółką publiczną, której akcje są zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych, jednak bez wymogów związanych z przekazywaniem informacji bieżących wedle przepisów u.o.p. Istotne jest stosowanie tego przepisu wprost, a nie odpowiednio – nie będzie uwzględniona tym samym specyfika spółki niepublicznej względem spółki publicznej[30].

Reasumując, w odniesieniu do akcji nowelizacja k.s.h. wprowadzi dwie odrębne podstawy dematerializacyjne: autonomiczną, opartą na nowej treści przepisów k.s.h., w szczególności art. 328^{1} k.s.h., oraz systemową, tak jak dotychczas opartą na art. 5 u.o.i.f. Odrębne będą również reżimy (zarówno rejestracji praw z akcji, jak i rozporządzania nimi): reżim rejestrowy – oparty na k.s.h. oraz reżim depozytowy – oparty na u.o.i.f.[31] Mimo licznych wątpliwości sygnalizowanych powyżej ustawodawca słusznie zdecydował

[29] Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 15.
[30] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 189.
[31] *Ibidem*, s. 170.

o wprowadzeniu nadrzędnej zasady dopuszczającej wyłącznie jeden reżim dematerializacyjny w odniesieniu do spółki akcyjnej. Stosownie do art. 328[12] k.s.h. w nowym brzmieniu akcje tej samej spółki nie mogą być zarejestrowane jednocześnie w rejestrze akcjonariuszy i depozycie papierów wartościowych. Regulacja ta jest niezbędna z perspektywy zupełności zbioru spółek akcyjnych i ich podziału wedle dwóch odmiennych reżimów dematerializacyjnych opartych na diametralnie innych konstrukcjach jurydycznych. Systemowe rozwiązanie umożliwiające spółkom jednoczesne operowanie na pograniczu reżimu opartego na dematerializacji systemowej wyrażonej w przepisach u.o.i.f., jak i dematerializacji autonomicznej, stosownie do przepisów k.s.h., niosłoby ze sobą nieodwracalne i destruktywne skutki dla obrotu gospodarczego oraz prawa spółek. Zaproponowane rozwiązanie, choć stanowi swoiste minimum ochrony – gwarantujące pewność obrotu, nie jest kompletne, przede wszystkim ze względu na powstałą podkategorię spółek niepublicznych, których akcje po dokonaniu wyboru mogą być zdematerializowane na podstawie dwóch konkurencyjnych reżimów. Niesie to ze sobą skutki regulacyjne i konieczność stosowania przepisów dotychczas zarezerwowanych dla spółek publicznych w odniesieniu do spółek niepublicznych.

5.4. Akcje poza obrotem wtórnym

Zagadnienie dematerializacji akcji, stosownie do przepisów nowelizacji k.s.h., obejmuje swym zakresem zarówno spółki niepubliczne, jak i publiczne. Założenie to, wielokrotnie już sygnalizowane, wymaga repetycji ze względu na pewnego rodzaju zabieg konstrukcyjny stosowany w literaturze. Osią dyskusji w literaturze powszechnie staje się novum w postaci przymusowej dematerializacji akcji spółki niepublicznej. Założenie to pozornie wydaje się słuszne, dematerializacja akcji spółek niepublicznych jest wszakże zjawiskiem całkowicie nowym dla polskiego porządku prawa handlowego. Co więcej, na koniec 2019 r. w rejestrze REGON wpisanych było 10 tys. spółek akcyjnych oraz 3,7 tys. spółek komandytowo-akcyjnych[32]. Jeśli

[32] Zob. Główny Urząd Statystyczny, *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki na-*

w obrocie zorganizowanym[33] na koniec 2019 r. funkcjonowało 401 krajowych spółek akcyjnych na rynku regulowanym[34] oraz 369 krajowych spółek w alternatywnym systemie obrotu[35], oznacza to, że wśród spółek akcyjnych spółki publiczne stanowią jedynie niecałe 8% zbioru spółek akcyjnych. Powyższe podejście jest także spójne z wciąż spotykanym poglądem stanowiącym o tym, że skoro spółka akcyjna uzyskała status spółki publicznej, to jej akcje zostały już zdematerializowane. Naturalnie założenie to jest błędne i dotyczy akcji nowo emitowanych, a nie akcji, które zostały uprzednio wyemitowane w postaci dokumentowej. Mogą one tworzyć mechanizm zachowania wpływów w spółce przez akcjonariuszy, np. poprzez akcje imienne z podwójnym prawem głosu[36]. Co więcej, spółka publiczna zaledwie od niedawna powiązana jest systemowo z obrotem zorganizowanym. Dotychczas opierała swój formalnoprawny byt na cesze dematerializacji choć jednej akcji i fakt ten przemawia za koniecznością rozwinięcia pewnych aspektów związanych z dematerializacją akcji spółki publicznej, będących poza obrotem zorganizowanym i wciąż posiadających formę dokumentową.

Przede wszystkim należy jednoznacznie stwierdzić, że dematerializacja akcji spółki publicznej, które dotychczas nie były przedmiotem obrotu zorganizowanego, nie nakłada na spółkę i akcjonariuszy obowiązku w tym zakresie. Choć akcje muszą przejść formalnoprawną procedurę ich rejestracji, nie istnieje następczy obowiązek w postaci wprowadzenia ich do obrotu. Nowelizacja k.s.h., mimo że obejmuje wszystkie spółki akcyjne, *vide* art. 328 k.s.h. w nowym brzmieniu, zgodnie z którym akcje nie mają formy dokumentu, a środek ciężkości legislacyjnej jest jasno określony – przepisy

rodowej w rejestrze REGON, 2019 r., https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5504/1/24/1/zmiany_strukturalne_grup_podmiotow_gospodarki_narodowej_2019.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[33] Podział ten jest ambiwalentny dla spółek publicznych, które utraciły ten status w wyniku zmiany kryterium definicyjnego wprowadzonego nowelizacją u.o.p. Spółki te były i są klasyfikowane jako spółki akcyjne, a nie są ujmowane w zbiorach statystycznych grupujących spółki publiczne funkcjonujące w ramach obrotu zorganizowanego.

[34] GPW, *Biuletyn statystyczny GPW za 2019 r.*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2019_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[35] GPW, *Biuletyn statystyczny NewConnect za 2019 r.*, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/statystyki/statystyki_roczne/2019_NC.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[36] Tak: A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 236.

te mają dotyczyć przede wszystkim spółek niepublicznych. Aspekty związane ze spółkami publicznymi traktowane są nadzwyczaj pobocznie. Jest to w pełni zrozumiałe w odniesieniu do treści przepisów k.s.h., jak również istoty i roli spółki publicznej, natomiast uwidacznia jednocześnie pewne braki w zakresie spółek publicznych. Trafnie podkreśla się, że szereg przepisów znajduje zastosowanie do spółki publicznej, lecz wymaga to właściwej interpretacji przepisów nowelizacji k.s.h., szczególnie tych o charakterze przejściowym[37].

Przykładem takiego stanu rzeczy jest brak bezpośredniego wskazania terminu zawarcia umowy o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych w odniesieniu do spółek publicznych. W tym celu należy rozpatrywać łączne brzmienie art. 15 nowelizacji k.s.h., stosownie do którego moc obowiązująca dokumentów akcji wydanych przez spółkę wygasa z mocy prawa z dniem 1 marca 2021 r. oraz posiłkować się art. 16 nowelizacji k.s.h., który czyni wezwanie akcjonariuszy do złożenia dokumentów akcji w spółce – elementarną czynnością dla całego procesu. Termin ten jest jednak określony w art. 594 § 1 ust. 2 w znowelizowanym brzmieniu k.s.h., stosownie do którego, jeśli członek zarządu spółki handlowej, a więc także spółki publicznej, dopuszcza do nierejestrowania akcji w depozycie papierów wartościowych, podlega grzywnie – jest to traktowane jako delikt członka zarządu[38].

Intepretując ten przepis celowościowo, można przyjąć następujące założenie – skoro spółki publiczne wyemitowały akcje przed 1 marca 2021 r., to powinny zawrzeć z KDPW umowę o rejestrację tych akcji w odpowiednim terminie, czyli takim, który zapewni rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych przed 1 marca 2021 r.[39] Wobec braku wyznaczenia tego terminu przez ustawodawcę praktyka wskazuje na pewne uprawnienie władcze po stronie depozytu papierów wartościowych – w gestii KDPW znalazła się samoocena własnej efektywności i ilości czasu, jaka będzie

[37] Tak: A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 19.

[38] W zakresie deliktów określonych w art. 594 k.s.h. sprzed wejścia w życie przepisów nowelizacji k.s.h. zob. Ł. Zamojski, *Przepisy o charakterze karnym stosowane przez sąd rejestrowy*, Pr. Sp. 2008, nr 5, s. 50–59.

[39] Tak: A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 19.

potrzebna do rejestracji akcji w depozycie[40]. Ostatecznie termin ten został określony w Regulaminie KDPW na 30 października 2020 r. i następnie został wydłużony do końca 2020 r. w związku z przepisami tzw. Tarczy 3.0.

5.4.1. Dematerializacja akcji spółki publicznej – aspekty intertemporalne

Niewątpliwie pozytywnym skutkiem wprowadzenia zasady jednego reżimu rejestrowego w nowelizacji k.s.h. jest także jej korelacja z nowelizacją u.o.p. i uprzednią zmianą definicji spółki publicznej. Zasada jednego reżimu rejestrowego nie tylko rozdziela oba reżimy, z zastrzeżeniem powyższych uwag, lecz również stanowi pewnego rodzaju pomost jurydyczny, zarówno pomiędzy „starym", jak i „nowym" porządkiem prawnym. Jeśli przyjąć, że zmiana definicji spółki publicznej była właściwym kierunkiem pod względem legislacyjnym, w tym ujęciu – z perspektywy spółki publicznej – zasada jednego, alternatywnego reżimu rejestrowego jest jej trafnym uzupełnieniem[41]. Uwarunkowane jest to przede wszystkim klaryfikacją niejednorodnego katalogu spółek publicznych na podstawie wyraźnie określonych kryteriów – rynku regulowanego bądź alternatywnego systemu obrotu i następnie

[40] Liczne wątpliwości interpretacyjne w związku z nowelizacją k.s.h. doskonale ilustruje stanowisko KDPW zawarte w oficjalnym przewodniku instytucji w formie klasycznego zastrzeżenia w zakresie zrzeczenia się odpowiedzialności od porad zawartych w dokumencie (ang. *disclaimer*). KDPW podkreśla, że dokonał samodzielnej interpretacji przepisów prawa w celu ustalenia wymogów, jakie powinien stosować wobec spółek, których akcje podlegają obowiązkowi przymusowej dematerializacji, realizowanej za jego pośrednictwem. Według KDPW interpretacja ta nie ma charakteru porady prawnej. KDPW nie ponosi zatem odpowiedzialności za szkody, które spółki mogą ponieść w wyniku zastosowania się do przyjętej przez niego interpretacji przepisów nowelizacji k.s.h. W razie powzięcia wątpliwości prawnych w zakresie kwestii opisanych w przewodniku zaleca wprost konsultację z kancelarią prawną. Zob. KDPW, *Przewodnik dla emitentów akcji, które podlegają przymusowej dematerializacji – część I (ogólna)*, http://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/RejestracjaPapierowWartosciowych/Documents/PRZEWODNIK_DLA_EMITENTOW_AKCJI_KTORE_PODLEGAJA_PRZYMUSOWEJ_DEMATERIALIZACJI_cz_I.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[41] Jednocześnie, tak jak udowodniono wcześniej, komplikuje to również sytuację dematerializacji spółek niepublicznych na podstawie dwóch rozłącznych i konkurencyjnych reżimów.

dokładnej instrukcji określającej reżim dematerializacyjny akcji. Oznacza to zatem, że spółki, które utraciły status spółki publicznej przed wejściem w życie nowelizacji u.o.p., w związku z wykluczeniem albo wycofaniem ich akcji z obrotu na rynku regulowanym, albo w alternatywnym systemie obrotu, jak i spółki, które zdematerializowały swoje akcje w depozycie, opierając się na przesłance oferty publicznej, na podstawie art. 5 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., otrzymały klarowne zasady formalnoprawne, zarówno pod kątem ich dotychczasowego statusu jako spółek publicznych, lecz również reżimu dematerializacyjnego, jakim mają zostać objęte ich akcje – w tym przypadku będzie to depozyt papierów wartościowych[42].

W praktyce kwestią problematyczną w odniesieniu do powyższych przepisów okazał się okres pomiędzy wejściem w życie przepisów nowelizacji u.o.p., jak i nowelizacji k.s.h., który wynosił prawie półtora roku. Stan ten doskonale obrazują działania Elektrim S.A. Spółka 6 listopada 2019 r., tj. tuż przed wejściem w życie przepisów nowelizacji u.o.p., powzięła uchwałę o dopuszczeniu i wprowadzeniu do obrotu akcji Elektrim S.A. na rynek regulowany[43]. Uchwała ta została jednak uchylona niecały rok później, 30 września 2020 r.[44] W międzyczasie spółka planowała również, zgodnie z udostępnionymi projektami uchwał nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, powzięcie uchwały w sprawie wyboru podmiotu

[42] Spółka akcyjna będzie naturalnie miała możliwość zmiany podmiotu prowadzącego system rejestracji akcji. Zmiana ta będzie wymagała uchwały walnego zgromadzenia. Podkreślić warto, że stosownie do art. 6a u.o.i.f., który wejdzie w życie wraz z nowelizacją k.s.h., w przypadku akcji zarejestrowanych w rejestrze akcjonariuszy zapisy w tym rejestrze uzyskają znaczenie prawne zapisów na rachunkach papierów wartościowych z chwilą zarejestrowania tych akcji w depozycie papierów wartościowych, co A. Zwolińska-Doboszyńska określa jako zachowanie zasady ciągłości rejestracji. Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 16.

[43] Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Elektrim S.A. z dnia 6 listopada 2019 r. w sprawie dopuszczenia i wprowadzenia dotychczasowych akcji Elektrim S.A. do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., https://www.elektrim.pl/bin/5f808cbe67efb7a60685bf1394144782.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[44] Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Elektrim S.A. z dnia 30 września 2020 r. w sprawie Uchwały nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 6 listopada 2019 r., https://www.elektrim.pl/bin/5cb4618631f7213389d541d19c53937c.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

prowadzącego rejestr akcjonariuszy[45], co ostatecznie nie nastąpiło podczas nadzwyczajnego zgromadzenia akcjonariuszy 30 września 2020 r. – przedmiotem głosowania była jedynie uprzednio przedstawiona uchwała w zakresie uchylenia poprzedniej uchwały dotyczącej dopuszczenia i wprowadzenia akcji Elektrim S.A. na rynek regulowany. Wobec zasady jednego reżimu rejestrowego oraz dematerializacji akcji w depozycie prowadzonym przez KDPW, nie istnieje możliwość jednoczesnej dematerializacji tych akcji w rejestrze akcjonariuszy i uchwała ta słusznie nie została podjęta przez spółkę. Uwidacznia to jednak, że przepisy przejściowe – dotyczące przede wszystkim akcji w formie materialnej – wymagają szerszego omówienia w odniesieniu do spółek publicznych, nie ograniczając się wyłącznie do tych, które niedawno utraciły ten status.

Ustosunkowując się do sytuacji spółki Elektrim S.A., czyli takiej, która nie spełnia nowego kryterium definicyjnego spółki publicznej, lecz posiada wciąż akcje zdematerializowane w KDPW – należy rozdzielić oba te zbiory. Zasadniczą cechą charakterystyczną, która odróżnia proces dematerializacji akcji spółki publicznej od akcji spółki niepublicznej, jest brak obowiązku zwołania walnego zgromadzenia akcjonariuszy w celu powzięcia uchwały w zakresie wyboru podmiotu, który będzie odpowiedzialny za rejestrację ich akcji i prowadzenie tego systemu. Brak tego obowiązku nie wynika bezpośrednio z treści k.s.h. w nowym brzmieniu i wymaga szerszej wykładni przepisów zarówno k.s.h., jak i nowelizacji k.s.h. Stosownie do zawartych tam przepisów można przyjąć założenie, że spółki publiczne nie mają obowiązku zwoływania walnych zgromadzeń w celu podjęcia uchwały o wyborze systemu rejestracji ich akcji oraz podmiotu prowadzącego ten system. Wynika to z kilku przesłanek[46]. Po pierwsze, *a contrario* z art. 328^{11} k.s.h. w nowym brzmieniu, zgodnie z którym, jeżeli uchwała walnego zgromadzenia tak stanowi, akcje spółki niebędącej spółką publiczną podlegają zarejestrowaniu w KDPW w rozumieniu u.o.i.f., to wymogu podjęcia uchwały walnego zgromadzenia nie stosuje się w odniesieniu do

[45] Projekty uchwał nadzwyczajnego zgromadzenia Elektrim S.A. w dniu 30 września 2020 r., https://www.elektrim.pl/bin/4982ab2252eaaab455623d647ef2ca97.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[46] Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Przymusowa dematerializacja akcji...*, s. 19.

akcji spółki publicznej[47]. Po drugie, art. 328[12] k.s.h. w nowym brzmieniu, który wprowadzając zasadę jednego reżimu rejestrowego, nakłada obowiązek dematerializacji wszystkich akcji w KDPW. Po trzecie, uchwały w tym zakresie były powzięte przy uprzedniej realizacji obowiązku określonego w art. 5 ust. 8 u.o.i.f., stanowiącego element dematerializacji systemowej. Powyższe należy jednak uzupełnić o art. 17 nowelizacji k.s.h., który wprost ogranicza podmiotowo zakres obowiązku powzięcia uchwały do spółki niebędącej spółką publiczną. Należy przychylić się zatem do interpretacji KDPW, zgodnie z którą obowiązek zwołania przez spółkę walnego zgromadzenia w celu podjęcia uchwały o wyborze systemu rejestracji jej akcji oraz podmiotu prowadzącego ten system dotyczy wyłącznie spółek niepublicznych, w tym takich, które posiadają już akcje zdematerializowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych[48]. Wydaje się zatem, że mimo licznych wątpliwości, także po stronie spółki, nie zaistniał formalny obowiązek i uchwała w zakresie wyboru systemu depozytowego nie powinna być powzięta przez Elektrim S.A.[49]

Pomocne w zakresie powyższej analizy mogą być przepisy intertemporalne, zawarte zarówno w nowelizacji u.o.p., jak i pierwotnie w treści nowelizacji k.s.h.

W art. 27 ust. 1 nowelizacji u.o.p. wskazuje się, że spółka publiczna, w myśl poprzedniej definicji, której akcje w dniu wejścia w życie nowelizacji u.o.p. nie były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, lub zostały wykluczone bądź wycofane z obrotu na rynku regulowanym lub z obrotu w alternatywnym systemie obrotu przed tym dniem, do dnia wyrejestrowania ich

[47] Por. M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 185.

[48] KDPW, *Przewodnik dla emitentów akcji, które podlegają przymusowej dematerializacji – część I (ogólna)*, http://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/RejestracjaPapierowWartosciowych/Documents/PRZEWODNIK_DLA_EMITENTOW_AKCJI_KTORE_PODLEGAJA_PRZYMUSOWEJ_DEMATERIALIZACJI_cz_I.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[49] Sytuacja ta zmieni się od marca 2021 r. wraz z wejściem w życie nowelizacji k.s.h., wprowadzającej do treści u.o.p. art. 91b u.o.p., który ureguluje sytuację depozytową akcji wycofanych lub wykluczonych z obrotu zorganizowanego. Będzie to przedmiotem dalszej analizy w rozdziale szóstym.

akcji z depozytu papierów wartościowych, wciąż podlega przepisom u.o.p., z wyjątkiem przepisu warunkującego obowiązek przekazywania informacji spółce prowadzącej rynek regulowany, czyli GPW. Spółka może wystąpić do KNF o zezwolenie na zaprzestanie stosowania wobec niej obowiązków określonych w u.o.p. W tym przypadku, adekwatnie do art. 27 ust. 2 nowelizacji u.o.p., stosuje się odpowiednio przepisy art. 91 u.o.p., w brzmieniu sprzed wejścia w życie nowelizacji u.o.p., tj. regulacje dotyczące zniesienia dematerializacji akcji.

Zbliżony mechanizm odnośnie do przepisów przejściowych można było zaobserwować w odniesieniu do pierwotnego brzmienia art. 20 nowelizacji k.s.h. Spółka publiczna, w rozumieniu poprzedniej definicji, której akcje do 1 marca 2021 r. nie były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie obrotu albo zostały wycofane lub wykluczone z takiego obrotu przed tym dniem, podlegała przepisom art. 91 u.o.p. w brzmieniu nadanym przez nowelizację k.s.h. KNF, na wniosek takiej spółki, wydawałby zezwolenie na zaprzestanie stosowania do niej przepisów ustawy dotyczących spółek publicznych. Art. 20 nowelizacji k.s.h. został jednak uchylony przez nowelizację u.o.i.f. – zmiana definicji spółki publicznej została dokonana znacznie wcześniej, a analogiczna norma w tym zakresie, zawarta w art. 27 nowelizacji u.o.p., wydaje się wystarczająca.

Przepis wyrażony w art. 27 nowelizacji u.o.p. jest obarczony jednak pewnym legislacyjnym niedociągnięciem. Jeśli w myśl powyższego do spółek, które utraciły status spółki publicznej, ustawodawca zaleca stosowanie przepisów u.o.p., rodzi to poważne wątpliwości w kontekście stosowania przepisów k.s.h. do tych spółek, np. w zakresie organizacji walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Ustawodawca niestety nie zrewidował swojego podejścia w tym zakresie.

5.4.2. Proces dematerializacji

5.4.2.1. Procedura

Spółka publiczna, posiadając już w KDPW członkostwo typu emitent, uzyskane w wyniku pomyślnego przejścia procesu IPO, może podjąć kolejne kroki. Z perspektywy akcjonariusza zarówno spółki publicznej, jak i niepublicznej kluczowe jest następujące działanie. Zgodnie z art. 16 nowelizacji k.s.h. spółka wzywa akcjonariuszy pięciokrotnie do złożenia dokumentów akcji w spółce oraz udostępnia informację o wezwaniu na stronie internetowej spółki w miejscu wydzielonym na komunikację z akcjonariuszami – przez okres nie krótszy niż trzy lata od dnia pierwszego wezwania. Wezwanie do złożenia dokumentów akcji w spółce warunkuje sens praktyczny posiadania przez spółkę strony internetowej[50] i następuje w sposób właściwy dla zwoływania walnego zgromadzenia spółki. Odstępy pomiędzy wezwaniami nie mogą być dłuższe niż miesiąc i pierwsze wezwanie powinno być dokonane przed 30 września 2020 r. Do 1 marca 2021 r., do wykonywania i przenoszenia praw z akcji na okaziciela, których dokumenty zostały złożone w spółce, stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące akcji imiennych.

Rejestracja akcji spółki publicznej w depozycie papierów wartościowych wymaga zatem dodatkowych czynności po stronie spółki. Pierwszą z nich jest zawarcie przez spółkę umowy lub umów o rejestrację poszczególnych serii akcji w KDPW. Jeśli są to papiery wartościowe, które mają być rejestrowane pod odrębnymi kodami ISIN, to powinny one zostać objęte odrębnymi wnioskami o zawarcie takiej umowy. Dematerializacja akcji w KDPW spełnia wszystkie uwarunkowania zaprezentowane w rozdziale pierwszym i tym samym akcje danej emisji oznaczane są wyznaczonym kodem ISIN – powinny posiadać te same uprawnienia i być zamienne w obrocie. Ponadto akcje powinny być wyemitowane przez ten sam podmiot, być akcjami tego samego rodzaju inkorporującymi jednakowe prawa lub obowiązki, w pełni opłacone oraz posiadać taki sam status w obrocie[51]. W obliczu nowelizacji

[50] Jest to novum w odniesieniu do spółek niepublicznych.

[51] Zob. KDPW, *Przewodnik dla emitentów akcji, które podlegają przymusowej demate-*

k.s.h. i zatarcia różnicy pomiędzy akcjami imiennymi oraz akcjami na okaziciela pozostają one jednak akcjami różnego rodzaju. W szczególności tylko akcje imienne będą mogły być uprzywilejowane i jedynie zbywalność akcji imiennych będzie mogła zostać ograniczona[52].

5.4.2.2. Role sponsora emisji i pośrednika rejestracyjnego

Kolejnym niezbędnym wymogiem jest zawarcie przez spółkę umowy z uczestnikiem bezpośrednim KDPW (firmą inwestycyjną lub bankiem), który w zakresie rejestrowanych akcji może pełnić dwojaką rolę – sponsora emisji lub pośrednika rejestracyjnego. Różnica pomiędzy tymi pojęciami wynika z ich roli, a także z przepisów Regulaminu KDPW.

Stosownie do § 72 Regulaminu KDPW rolą pośrednika rejestracyjnego jest doprowadzenie do wydania papierów wartościowych osobom uprawnionym, w formie zapisów na rachunkach papierów wartościowych lub za pośrednictwem rachunków zbiorczych. W tym celu pośrednik rejestracyjny zobowiązany jest niezwłocznie dokonać przeniesienia papierów wartościowych ze specjalnego otwartego dla niego konta ewidencyjnego, w związku z ich wykonywaniem, na właściwe konta ewidencyjne prowadzone dla niego lub dla innych uczestników bezpośrednich w odpowiednich typach uczestnictwa. Oznacza to zatem, że spełnienie powyższych zadań wymaga rozksięgowania z tego konta wszystkich akcji u tego pośrednika na konta innych uczestników bezpośrednich KDPW. Uprzednim warunkiem niezbędnym jest konieczność otwarcia przez wszystkich akcjonariuszy spółki rachunków papierów wartościowych, na które mogą zostać zapisane akcje, które zostały przyjęte do depozytu i zdematerializowane. Zadania pośrednika rejestracyjnego realizowane są przez firmę inwestycyjną, która jednocześnie jest uczestnikiem bezpośrednim KDPW.

rialization – część I (ogólna), http://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/RejestracjaPapierowWartosciowych/Documents/PRZEWODNIK_DLA_EMITENTOW_AKCJI_KTORE_PODLEGAJA_PRZYMUSOWEJ_DEMATERIALIZACJI_cz_I.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[52] Szerzej: M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości...,* s. 9 i n.; K. Zacharzewski, *Dematerializacja akcji prywatnej...*, s. 311.

W praktyce rola pośrednika rejestracyjnego opiera się na następujących czynnościach – po stronie spółki konieczne jest zawarcie umowy z pośrednikiem rejestracyjnym i rozpoczęcie kompletowania akcji, które dotychczas były wydane w formie dokumentowej. Pośrednik rejestracyjny wspiera spółkę w przygotowaniu wniosku oraz listu księgowego wraz z załącznikami – celem złożenia ich w KDPW. Jeśli kompletny i prawidłowy wniosek o rejestrację akcji wraz z listem księgowym zostanie złożony do KDPW przed 31 grudnia 2020 r., z dniem 1 marca 2021 r. nastąpi rejestracja tych akcji w systemie. Po 1 marca 2021 r. zostaną zarejestrowane akcje spółek, które nie złożyły wymaganych dokumentów w powyższym terminie.

W odmiennych okolicznościach konieczny jest udział sponsora emisji. Charakteryzuje się on typem uczestnictwa właściwym dla uczestnika bezpośredniego w KDPW, prowadzącego rachunek papierów wartościowych lub rachunki zbiorcze w ramach działalności maklerskiej i dla takiego uczestnika (firmy inwestycyjnej lub banku powierniczego) prowadzone jest oddzielne konto KDPW. Dotyczy to zatem sytuacji, gdy akcje spółki zostały uprzednio wydane akcjonariuszom i ich cały zbiór (lub jego część) jest zapisany w rejestrze sponsora emisji w wyniku nieposiadania przez wszystkich lub części akcjonariuszy spółki rachunków papierów wartościowych. Reasumując, oznacza to, że nie wszyscy akcjonariusze spółki otworzyli rachunki papierów wartościowych lub dostarczyli informacje o posiadaniu takiego aktywnego rachunku. Rejestr sponsora emisji może nie zostać aktywowany, jeśli wszyscy inwestorzy zapewnią właściwe numery rachunków. W takim przypadku w dniu rejestracji akcje zostaną przeniesione bezpośrednio na te rachunki.

Oznacza to zatem model wariantowy – zarejestrowane przez KDPW akcje mogą być zapisane w rejestrze akcji sponsora emisji, który będzie prowadził rejestr do czasu otrzymania dyspozycji w zakresie rachunku od wszystkich akcjonariuszy. Alternatywnie, gdy akcjonariusze takową informację już przekażą, akcje zostaną bezpośrednio zapisane na indywidualnych rachunkach. List księgowy albo aneks do listu księgowego powinien potwierdzać, że wskazane w nim papiery wartościowe, które były wydane w formie dokumentu, zostały złożone przez spółkę do depozytu prowadzonego przez firmę inwestycyjną albo przez bank powierniczy,

który będzie wykonywał w zakresie tych papierów zadania sponsora emisji papierów wartościowych.

Istotnym aspektem w tym zakresie jest obowiązek, aby aneks do listu księgowego, stosownie do § 66 Regulaminu KDPW, zawierał informacje dotyczące papierów wartościowych wprowadzanych do depozytu, w tym wskazanie ich liczby, w określonych przypadkach łącznej wartości nominalnej oraz jednostkowej wartości nominalnej, a także wskazywał uczestnika wykonującego zadania sponsora emisji albo zadania pośrednika rejestracyjnego oraz prowadzonego dla takiego uczestnika w KDPW konta ewidencyjnego, na którym papiery wartościowe powinny zostać zarejestrowane.

5.5. Wnioski

Uzyskanie statusu spółki publicznej niesie za sobą liczne konsekwencje – zarówno w zakresie akcji uprzednio zdematerializowanych i obecnych w obrocie jako instrumenty finansowe, jak również dla akcji występujących poza obrotem zorganizowanym, które dotychczas miały tradycyjną, dokumentową formę. Ten drugi aspekt jako novum w polskim prawie, jak również z racji szeregu wątpliwości interpretacyjnych został omówiony szerzej w niniejszym rozdziale. Analiza obecnego stanu prawnego wsparta dotychczasową praktyką rynkową pozwala na stwierdzenie, że w odniesieniu do spółki publicznej można dostrzec szczególne skutki, jakie niesie ze sobą ta zmiana dla obecnych akcjonariuszy.

Przede wszystkim nastąpi utrata mocy prawnej przez dokumenty akcji wraz z ich rejestracją w systemie KDPW. Brak prawidłowego przeprowadzenia procedury dematerializacji akcji będzie skutkowało utratą przez dokumenty mocy prawnej. Założenie to wprowadza jednak pewien mechanizm bezpieczeństwa – zgodnie z art. 15 ust. 2 nowelizacji k.s.h. dokument akcji zachowuje moc dowodową wyłącznie w zakresie wykazywania przez akcjonariusza wobec spółki przysługujących mu praw udziałowych, przez okres pięciu lat od dnia wejścia w życie nowelizacji k.s.h. Zgodnie z obecnym terminem oznacza to, że do 1 marca 2026 r. posiadacze tych akcji zachowają ograniczoną legitymację dowodową. Choć nie jest to określone wprost,

przepisy nowelizacji k.s.h. nie wydają się przewidywać ewentualności, w ramach której akcjonariusz mógłby nie złożyć dokumentu w spółce i w takim niefortunnym przypadku mógłby jednostronnie utracić status akcjonariusza w spółce. Akcje spółki publicznej poza obrotem wtórnym będą wciąż przedmiotem dematerializacji systemowej w rozumieniu art. 5–7 u.o.i.f. i identyfikacja uprawnionego akcjonariusza nastąpi poprzez konstytutywny wpis na rachunek papierów wartościowych w ramach depozytu KDPW[53]. Aspekty dematerializacji systemowej zostały ukształtowane na przestrzeni ostatnich trzydziestu lat i opierają się na pewności obrotu uwarunkowanej przede wszystkim art. 7 u.o.i.f. Przepis ten przesądza o tym, że prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych, a umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery w momencie dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych[54].

Przesądzenie o statusie akcjonariusza ma również niezwykle istotną konsekwencję związaną z mechanizmem identyfikacji akcjonariuszy spółki, przedstawionym szerzej w rozdziale trzecim w ramach komparycji rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu. Warto ponownie podkreślić, że mechanizm ten identyfikuje akcjonariuszy spółki giełdowej, nie spółki publicznej.

Stosownie do art. 68n § 1 u.o.i.f. od 3 września 2020 r. dane osobowe akcjonariuszy mogą być przetwarzane wyłącznie w celu umożliwienia spółce giełdowej identyfikacji swoich akcjonariuszy, zapewnienia bezpośredniej komunikacji z nimi oraz ułatwienia wykonywania praw akcjonariuszy i zaangażowania w sprawy spółki[55]. W teorii przepis ten miał aktywizować

[53] Tak: M. Michalski, *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości...*, s. 4 i n.

[54] W doktrynie pojawiają się pierwsze wątpliwości w tym zakresie w odniesieniu do spółek niepublicznych i propozycje *de lege ferenda* do treści k.s.h. bazujące na u.o.i.f. Zob. J. Dąbrowska, *Powszechna dematerializacja akcji...*, s. 454 i n.

[55] Stosownie do art. 68n § 2 u.o.i.f. spółka giełdowa ma obowiązek zaprzestania przetwarzania danych osobowych akcjonariusza najpóźniej z upływem 12 miesięcy od dnia powzięcia informacji o tym, że dana osoba przestała być akcjonariuszem spółki. Wobec obligatoryjnej dematerializacji i elektronicznej formy zapisu nie wydaje się, aby istniała celowościowa przesłanka warunkująca w tym przypadku tak długi termin.

akcjonariuszy mniejszościowych. Spółki będą mogły zachęcać tychże akcjonariuszy i odejścia od roli pasywnego inwestora na rzecz aktywnego akcjonariusza, który uczestniczy w realizacji swych praw korporacyjnych w spółce. Jednocześnie spółka będzie zobowiązana do zaprzestania przetwarzania danych osobowych akcjonariusza najpóźniej z upływem 12 miesięcy od daty powzięcia informacji o tym, że dana osoba przestała być akcjonariuszem spółki. Oznacza to zatem, niezależnie od oceny merytorycznej tej konstrukcji, że ustawodawca dążył do zapewnienia spółce akcyjnej jak największej wiedzy o swoich akcjonariuszach. Ostateczny rezultat zdaje się jednak mieć odwrotną naturę. Nowo wprowadzone do polskiego porządku prawnego pojęcie spółki giełdowej, w myśl art. 68i ust. 1 pkt 2 u.o.i.f., definiuje spółkę giełdową jako spółkę z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub na zagranicznym rynku regulowanym. Jest to propozycja skądinąd trafna i można ubolewać, że została wykorzystana w ograniczonym stopniu. Ustawodawca bowiem, idąc drogą całkowitego zniesienia anonimowości akcjonariuszy spółki akcyjnej, zdaje się nie dostrzegać kilkuset spółek akcyjnych notowanych obecnie w alternatywnym systemie obrotu w ramach NewConnect. Tak jak uprzednio wskazano na zjawisko podnoszenia pozycji ASO i zamiar zrównania jej w ramach rynku regulowanego, szczególnie w zakresie definiowania spółki publicznej, tak w tym wypadku obserwuje się zjawisko odwrotne. Reasumując, struktura akcjonariatu będzie łatwo dostępna dla spółek niepublicznych spółek akcyjnych, spółek komandytowych oraz wyłącznie jednego z dwóch segmentów obrotu zorganizowanego – rynku regulowanego i obecnej na nim spółki giełdowej. Spółki notowane w ramach alternatywnego systemu obrotu będą dysponowały najmniejszym zasobem informacji o akcjonariacie.

VI. REZYGNACJA ZE STATUSU SPÓŁKI PUBLICZNEJ

6.1. Wprowadzenie

Spółka publiczna w prawie polskim dotychczas opierała istnienie swojej odrębności prawnej na fakcie dematerializacji choć jednej akcji. Na gruncie poprzedniego porządku prawnego spółka publiczna nie mogła zaistnieć w obrocie bez uprzedniej dematerializacji jej akcji, co było przedmiotem wywodu w rozdziale czwartym. Przyjęcie przez ustawodawcę takiego *criterium divisionis* miało konsekwencje nie tylko w ramach procesu IPO oraz funkcjonowania spółki jako spółki publicznej w obrocie, lecz także w odniesieniu do utraty tego statusu. Skoro dematerializacja choć jednej akcji definiowała spółkę publiczną, utrata statusu spółki publicznej zależna była od tego, czy jej akcje zostaną poddane procedurze rematerializacji, czyli zniesienia ich dematerializacji i odzyskania swojego pierwotnego, dokumentowego bytu. Istnienie spółki publicznej warunkowane było zatem łącznym spełnieniem dwóch przesłanek – podmiotowej, odnoszącej się do posiadania statusu spółki akcyjnej, teoretycznie komandytowo-akcyjnej, oraz przedmiotowej, czyli posiadania akcji, które są zdematerializowane[1]. Powyższe, pozornie proste w aspekcie teoretycznym założenie, opierało się jednak na wadliwej przesłance dematerializacyjnej, która nie była zależna od obszaru obrotu zorganizowanego, w jakim spółka funkcjonowała. Miało to naturalnie liczne negatywne konsekwencje, jak chociażby m.in. istnienie spółek publicznych funkcjonujących poza domeną rynku regulowanego, jak i alternatywnego systemu obrotu. Powyższa sytuacja uległa zmianie wraz z nową definicją spółki publicznej i powiązania choć jednej jej akcji nie z dematerializacją, a dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym

[1] Tak: M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 600.

lub wprowadzeniem do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, warunkując tym samym nową konstytutywną cechę tej spółki.

Niezależnie od powyższej zmiany definicyjnego środka ciężkości należy jednak przyjąć elementarne założenie – utrata statusu spółki publicznej niesie ze sobą fundamentalne skutki nie tylko w sferze instytucjonalnej, która powiązana jest z obrotem zorganizowanym, lecz również w ustaniu jej odrębności ustrojowo-konstrukcyjnej, co trafnie określa się jako przywrócenie takiej spółce jej modelowego charakteru[2]. Powyższą charakterystykę można oprzeć na założeniu stanowiącym o tym, że jeśli proces IPO jest mieszanką czynności o charakterze prawnym i biznesowym, którego kulminacją jest zaistnienie na rynku regulowanym (ang. *listing*), to w tym wypadku również występuje szereg czynności relewantnych o tym samym charakterze, które zmierzają do odwrotnego skutku – utraty statusu spółki publicznej notowanej na rynku regulowanym (ang. *delisting*). Pojęcie *delistingu* oznacza zatem, że akcje spółki publicznej, które wcześniej były dopuszczone do obrotu w ramach rynku regulowanego, zostają wycofane z tego obrotu[3]. Termin *delisting* bywa w literaturze, jak i w praktyce określany także innymi anglojęzycznymi pojęciami, wśród których można wyróżnić GPT – *going private transaction*[4] lub *PTP – public to private transaction*[5], a nawet osobliwym „przejściem w mrok" (ang. *going dark*)[6], co doskonale wpisuje się w przytoczoną wcześniej tezę L. Brandeisa o świetle jako najdoskonalszym mechanizmie transparentności. Określenie to nie może być traktowane zamiennie z *delistingiem*. Doprecyzowując, różnica pomiędzy *delistingiem* a *going dark* uwidacznia się w odniesieniu do akcji danej spółki. W pierwszym scenariuszu spółka opuszcza rynek regulowany ze wszystkimi tego konsekwencjami, w drugim przypadku spółka nie musi już spełniać

[2] M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 223.

[3] S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 305.

[4] D. Ernst, J. Häcker, *Applied International Corporate Finance*, München 2012, s. 310 i n.

[5] G. Yates, M. Hinchliffe, *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Cambridge 2010, s. 285 i n.

[6] Nie oznacza to jednakże, że łatwo jest opuścić obowiązkowy reżim raportowania informacji przez spółkę publiczną. M. Jessie określa ten reżim mianem „pułapki na homara". Zob. M. Jessie, *Firms Gone Dark,* University of Chicago Law Review 2009, vol. 76, s. 135.

obowiązków informacyjnych związanych z obrotem giełdowym i obecnością na rynku regulowanym, jednakże jej akcje wciąż pozostają w obrocie, najczęściej w innej formule, np. OTC, czyli rynku niezorganizowanego[7].

Termin *delisting* zyskał na popularności i mimo anglojęzycznej etymologii stał się powszechnie stosowany w polskiej doktrynie i przestaje być już traktowany jako termin obcojęzyczny[8]. Rozwiązanie to wydaje się trafne wobec ograniczeń związanych z historyczną i techniczną istotą dwóch zasadniczych pojęć – zniesienie dematerializacji akcji, które w praktyce odnosiło się do wycofania akcji z obrotu na wniosek emitenta, oraz wykluczenie papierów wartościowych z obrotu, które miało konotacje sankcyjne dotyczące niewypełniania obowiązków związanych z rynkiem regulowanym[9]. Powyższe podejście wpisywało się w tendencję do podziału *delistingu* na dobrowolny (ang. *voluntary*) oraz nieumyślny bądź mimowolny (ang. *involuntary*)[10]. Szczęśliwie charakterystyczny dla naszego porządku prawnego termin zniesienia dematerializacji akcji, czyli ich rematerializacji, bezpośrednio w wyniku nowelizacji u.o.p., a pośrednio nowelizacji k.s.h., przestaje mieć już znaczenie – zarówno teoretyczne, jak i praktyczne[11].

[7] Zob. O. Moressi, [w:] B. Fidanza, O. Morresi, A. Pezzi, *The Decision to Delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private*, Cham 2018, s. 5 i n.

[8] Zob. J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji w związku z planowaną nowelizacją ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2012, nr 12, s. 16–24; M. Zmysłowska, *Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku rezygnacji ze statusu spółki giełdowej w świetle regulacji państw Unii Europejskiej*, PPH 2018, nr 11, s. 22–27; R. Rzeszotarski, *Wycofanie z obrotu giełdowego (delisting) akcji zagranicznej spółki publicznej – uwagi de lege ferenda*, PPH 2016, nr 2, s. 51–58; A. Puchalski, M. Zmysłowska, *Podmiot uprawniony do rozpoczęcia procedury zniesienia dematerializacji akcji – uwagi na kanwie art. 91 ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2013, nr 8, s. 32–36.

[9] Zob. M. Zmysłowska, *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej a ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych,* niepublikowana rozprawa doktorska, Warszawa 2017, s. 30.

[10] L. Enriques, G. Hertig, R. Kraakman, E. Rock, [w:] R. Kraakman i in. (red.), *The Anatomy of Corporate Law...*, s. 255. W latach 1995–2008 w USA ponad 9 tysięcy spółek opuściło rynek kapitałowy, z czego prawie połowa miała charakter sankcyjny. Zob. J. Macey, M. O'Hara, D. Pompilio, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, Journal of Law and Economics 2008, nr 11, vol. 51, s. 683.

[11] Krytycznie należy ocenić zatem stanowisko M. Włodarczyka, który choć kompleksowo opisuje wybrane aspekty związane z procedurą *delistingową* w prawie polskim, zdaje się pomijać aspekty dotyczące zmian w prawie w zakresie zarówno nowelizacji u.o.p., jak i no-

Z uwagi na zakres tematyczny pracy przedmiotem dalszego wywodu będzie problematyka rezygnacji ze statusu spółki publicznej w wyniku działań zainicjowanych przez akcjonariusza większościowego danej spółki publicznej. W ramach wycofania akcji z rynku regulowanego można wyróżnić dwie zasadnicze, choć nie przeciwstawne sytuacje. W pierwszej z nich usunięcie akcji z rynku jest bezpośrednim celem podejmowanych działań i sytuacja taka jest określana mianem tzw. *regular delisting*. W drugiej wycofanie akcji z rynku jest pośrednim skutkiem przeprowadzenia określonych czynności o charakterze restrukturyzacyjno-korporacyjnym, z którymi podmiot inicjujący te czynności godzi się, mając na względzie inny nadrzędny cel danej transakcji. Określa się to mianem tzw. *cold delisting*[12].

Przypadki, w których spółka traci status spółki publicznej, ponieważ jej akcje zostały wykluczone z obrotu w wyniku działań organu nadzoru – KNF lub podmiotu prowadzącego rynek regulowany – GPW, nie będą dalej szczegółowo omawiane, choć w tym zakresie zostanie poczynionych kilka założeń. Tematyka ta jest poruszana na łamach pracy ze względu na niedoskonałość poprzedniej definicji spółki publicznej, co dopuszczało całkowite oderwanie spółki publicznej od przymiotu rynku regulowanego. Utrata statusu spółki publicznej jest skutkiem sankcji wobec spółki i wiąże się z odmiennymi przyczynami. Wśród głównych powodów należy wymienić – sytuację finansową lub niezgodność z wymogami spółki prowadzącej giełdę lub organu nadzoru[13]. W ocenie autora należy jednak usystematyzować granice wywodu – celem pracy jest ukazanie pełnej i dobrowolnej procedury rezygnacji, jak i uzyskania statusu spółki publicznej. Obie procedury zakładają szereg działań o charakterze korporacyjnym, administracyjnym

welizacji k.s.h. Zob. M. Włodarczyk, *Proces dobrowolnego wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym*, PPH 2019, nr 12, s. 24 i n.

[12] Por. R. Ripin, V. Geyrhalter, *Delisting – the US and the German Perspective*, [w:] K. Lucks (red.), *Transatlantic Mergers and Acquisitions: Opportunities and Pitfalls in German-American Partnerships*, Erlangen 2005, s. 306 i n. oraz A. Radwan*, Ius dissidentium: granice konsensusu korporacyjnego i władzy większości w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2016, s. 420 i n.

[13] Zob. I. Martinez, S. Serve, C. Djama, *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, s. 2*,* https://ssrn.com/abstract=2591449 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

i biznesowym. Za zasadne należy uznać szczegółowe omówienie procesu IPO – dobrowolnego uzyskania statusu spółki publicznej, jak i *delistingu* – dobrowolnej utraty tegoż statusu. Ta płaszczyzna jest szczególnie istotna wobec wprowadzonych, jak i planowanych zmian legislacyjnych. Tym samym szerzej omówiona zostanie rematerializacja fakultatywna, zależna od woli spółki publicznej, a nie rematerializacja obligatoryjna – zależna od zdarzeń, które powodują ten obowiązek[14]. Historycznie w tym miejscu należy nadmienić m.in.: ogłoszenie upadłości likwidacyjnej spółki publicznej, oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na brak środków na zaspokojenie kosztów postępowania, przekształcenie i połączenie transgraniczne[15], podział – w przypadku gdy akcje nowej spółki nie są zdematerializowane lub wycofanie z obrotu, jeśli akcje są przedmiotem obrotu w innym państwie[16]. Przepisy te regulowane są przez art. 91 oraz 92 u.o.p. i dotyczą, z racji zmiany kryterium definicyjnego, wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym (obrotu zorganizowanego), co również obejmuje – zgodnie z art. 91 ust. 2 u.o.p. – wykluczenie z tegoż obrotu. M. Dyl podkreśla, że w powyższych przypadkach nie jest przewidziany administracyjny rygor proceduralny i zniesienie dematerializacji następuje z mocy prawa – w odniesieniu do przesłanek upadłościowych albo jako zdefiniowane w art. 92 u.o.p. szczególne przypadki zniesienia dematerializacji akcji – przekształcenie, połączenie oraz podział spółki publicznej[17].

Dodatkowo w omawianym zakresie nowelizacja u.o.p. wprowadziła m.in. nowy instrument służący ochronie akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. W sytuacji sankcyjnego wykluczenia spółki z obrotu przez KNF lub GPW akcjonariusze mogą żądać od spółki odkupienia ich akcji na zasadach określonych w przepisach u.o.p. i dodanych art. 83a i 83b u.o.p.[18]

[14] M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 557.
[15] W zakresie przyszłych zmian zob. A. Anduła, M. Tąkiel, *Envisaged Changes in the Local and Cross-Border M&A Regulations*, Legal Industry Reviews 2023, nr 2, s. 32.
[16] *Ibidem*, s. 557 i n.
[17] M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 619–623.
[18] Szerzej: M. Grześków, *Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym (część I)*, PPH 2020, nr 8, s. 47–57 oraz tenże, *Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym (część II)*, PPH 2020, nr 9, s. 48–58.

Przedmiot dalszej analizy klarownie nakreśla sam ustawodawca, dokonując zmiany treści tytułu rozdziału piątego u.o.p., który uprzednio brzmiał: „Zniesienie dematerializacji akcji", a obecnie przyjmuje kształt: „Wycofanie akcji z obrotu zorganizowanego". Zdecydowanie zatem należy potwierdzić trafność zmiany nazewnictwa rozdziału 5 u.o.p., która odzwierciedla wprost sens brzmienia przepisów art. 91 i 92 u.o.p. – w poprzednim stanie prawnym konieczna była wykładnia funkcjonalna w tym zakresie, wszakże celem akcjonariuszy w procesie *delistingu* nie była rematerializacja akcji. Oznacza to zatem, że problematyka spółki publicznej w zakresie uzyskania tego statusu poprzez proces dematerializacji była funkcjonalnie powiązana z systemem depozytu papierów wartościowych i przepisami u.o.i.f., a proces rematerializacji uregulowany był w treści u.o.p., co wedle M. Michalskiego wynikało nie z jego technicznej natury, a z: „dalekosiężnych skutków prawnych za tym idących"[19].

Łącznie w 2019 r.[20] oraz 2018 r.[21], w ramach rynku regulowanego GPW, wśród spółek krajowych odnotowano aż 38 *delistingów* przy jedynie 12 debiutach będących rezultatem procesu IPO. Oznacza to, że proporcja w tym zakresie wynosi około 3,1:1, co jest wartością ponad dwukrotnie wyższą niż obserwowana w USA oraz UK na poziomie 1,3:1 oraz rynkach Europy kontynentalnej na poziomie 1,5:1[22]. Wydaje się, że trend ten będzie kontynuowany w najbliższych latach, choć podkreślić należy legislacyjne rozwiązanie obejmujące spółki publiczne, a także teoretycznie podmioty już na etapie procesu IPO – w ramach ustawy z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19, określanej zbiorczo mianem tzw. Tarczy 4.0[23]. Wątpliwe pod względem celowościowym, jak i czasowym rozwiązanie ma na celu przeciwdziałanie

[19] M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 557.
[20] GPW, *Biuletyn statystyczny GPW za 2019 r.*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2019_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).
[21] GPW, *Biuletyn statystyczny GPW za 2018 r.*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2018_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).
[22] Zob. I. Martinez, S. Serve, C. Djama, *Reasons for Delisting and Consequences...*, s. 2.
[23] Dz. U. z 2020, poz. 1086 ze zm.

przejmowaniu polskich spółek o strategicznym znaczeniu przez podmioty zagraniczne, jednakże wyłącza spoza tego zakresu podmioty z obszaru UE, EOG oraz OECD. Rozszerzenie mechanizmu kontroli w ustawie z dnia 24 lipca 2015 r. o kontroli niektórych inwestycji[24], stosownie do art. 12d ustawy, wprost obejmuje ochroną przedsiębiorcę z siedzibą w RP, który jest spółką publiczną w rozumieniu przepisów u.o.p. Dodatkowe uprawnienia w zakresie sprawowania mechanizmu kontroli i ochrony otrzymał Prezes UOKiK.

Z uwagi na aktualną sytuację gospodarczą powyższy mechanizm ochrony nie jest przedmiotem legislacji wyłącznie w Polsce, opiera się jednak na prostej zależności. Dla potencjalnego inwestora, niezależnie od obszaru geograficznego pochodzenia jego kapitału, wycena danej spółki może być atrakcyjna i po nabyciu jej akcji oraz uzyskaniu „kontroli" akcjonariusz większościowy może zdecydować się na *delisting*[25]. Choć nie można wskazać zamkniętego zbioru powodów bądź przyczyn opuszczenia przez spółkę sfery rynku kapitałowego, istnieją pewne okoliczności, które sprzyjają temu zjawisku. Tak jak przedstawiono w rozdziale drugim, spółka publiczna funkcjonuje w ramach rynku niedoskonałego – zmierzającego do uzyskania efektywności informacyjnej, lecz wciąż zależnego od decyzji jego uczestników, którzy nie zawsze mają równy i pełny dostęp do informacji oraz mogą nie zachowywać się obiektywnie oraz racjonalnie. Jest to element dystynkcji szczególny dla rynku kapitałowego i świadczy o istocie asymetrii informacyjnej. Zjawisko to stanowi wyłom w dogmacie ekonomii, traktującym rynek jako doskonały i niezawodny mechanizm, gdzie transakcja zawarta po określonej cenie jest zwieńczeniem przecięcia się krzywej podaży i popytu, a uczestnicy podejmują decyzje w sposób racjonalny. Jeśli jednak założymy, że podmioty te w sposób subiektywny dążą do maksymalizacji zysków i minimalizacji strat, to model tzw. racjonalnego inwestora można przenieść na grunt spółki publicznej – z perspektywy takiej spółki *delisting*

[24] Ustawa z dnia 24 lipca 2015 r. o kontroli niektórych inwestycji (Dz. U. z 2020 r., poz. 117 ze zm.).

[25] Szerzej w zakresie terminu „kontrola", szczególnie wobec praktycznego rozumienia tego pojęcia – zob. A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2016, s. 18 i n.

jest uzasadniony, gdy korzyści płynące ze statusu spółki publicznej przewyższają koszty z tym związane[26].

Koszty te można podzielić na dwie grupy – koszty bezpośrednie oraz koszty pośrednie[27]. Wśród kosztów bezpośrednich można wyróżnić koszty związane z finalizacją procesu IPO, w tym koszty rejestracji papierów wartościowych lub umów gwarancji, a także stałe koszty ponoszone na rzecz spółki prowadzącej rynek regulowany, związane z obrotem akcjami spółki publicznej. Zakres kosztów pośrednich obejmuje zagadnienia omówione uprzednio w treści rozdziału trzeciego, m.in. obowiązki związane z ładem korporacyjnym właściwym dla spółki publicznej – tzw. koszty agencyjne oraz obowiązki informacyjne[28].

Podzielić należy trafne założenie stanowiące o statycznym charakterze kosztów, które co do zasady są do przewidzenia i rezygnacja ze statusu spółki publicznej jest w większym stopniu związana z dynamiką w obszarze korzyści – spółka, decydując się na uzyskanie statusu spółki publicznej, mogła nie uzyskać spodziewanych korzyści z tym związanych[29]. Do czynników ograniczających korzyści można zaliczyć: pozyskanie innych źródeł finansowania, brak oczekiwanej rozpoznawalności, rozproszenie ryzyka oraz kapitału, a także wyczerpany potencjał związany z kursem akcji – zarówno ze względu na jego stałe niedowartościowanie, brak płynności, jak również dalsze możliwości wzrostu ceny[30]. W zakresie polskiego rynku kapitałowego można również dodać argument o braku zainteresowania analityków giełdowych spółkami o powyższej charakterystyce, co skutkuje brakiem wystarczającej liczby ich analiz.

Reasumując, wycofanie akcji z obrotu zorganizowanego i związana z tym utrata statusu spółki publicznej są zależne od woli większościowego akcjonariusza. Proces *delistingu* nie różni się tym samym od procesu

[26] M. Zmysłowska, *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej...*, s. 77.

[27] Zob. I. Martinez, S. Serve, C. Djama, *Reasons for Delisting and Consequences...*, s. 2–3.

[28] W tym zakresie również warto podkreślić liczne nieścisłości związane ze standardem raportowania wyników finansowych. Zob. K. Kucharczyk, *Legislacyjna schizofrenia w sprawie raportowania*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 19 lutego 2021 r., s. 4.

[29] M. Zmysłowska, *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej...*, s. 78.

[30] Por. I. Martinez, S. Serve, C. Djama, *Reasons for Delisting and Consequences...*, s. 32–34 oraz J. Macey, M. O'Hara, D. Pompilio, *Down and Out in the Stock Market...*, s. 686 i n.

IPO w analizowanym aspekcie. Z uwagi na szereg konsekwencji idących za taką decyzją przybliżyć należy przebieg tego procesu w świetle ostatnich zmian legislacyjnych.

6.2. Dobrowolne wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym

Dalsza analiza zagadnienia dobrowolnego wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym wymaga poczynienia istotnego założenia z perspektywy prawnoporównawczej, mającego na celu ustalenie właściwej płaszczyzny będącej przedmiotem dalszej analizy. Będzie ona opierała się na dwóch zasadniczych osiach.

Pierwsza z nich powinna nakreślać ramy, które utorują dalszy tok wywodu. Jest to szczególnie istotne dla zachowania spójności z celem badawczym niniejszej pracy. Przedmiotem dalszej analizy, zgodnej zakresowo z dwoma poprzednimi rozdziałami, będą zatem polskie spółki akcyjne mające status spółki publicznej, zarówno w odniesieniu do poprzedniej, jak i obecnej definicji, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Poczynione rozważania nie dotyczą spółek komandytowo-akcyjnych oraz spółek europejskich i pozostają ograniczone do jednej płaszczyzny obrotu zorganizowanego, jaką jest rynek regulowany. Założenie to ma charakter zarówno podmiotowy, jak i przedmiotowy.

Druga z nich odnosi się do płaszczyzny dotyczącej zniesienia dematerializacji akcji stosownie do art. 91 u.o.p. w poprzednim brzmieniu oraz wycofania z obrotu zorganizowanego w myśl obecnych przepisów. Omówiony zostanie mianowicie tzw. *regular delisting*, tj. dobrowolne wycofanie akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym. Aspekty związane z *delistingiem* sankcyjnym, dotyczące wykluczenia akcji z obrotu, jak również aspekty związane z tzw. *cold delisting,* jako konsekwencją procesu restrukturyzacyjnego o charakterze korporacyjnym, nie będą przedmiotem dalszej analizy, choć będą wykorzystywane w pomocniczym i uzupełniającym charakterze względem instytucji *regular delisting.*

Można jednak poczynić założenie, że pomimo licznych zmian legislacyjnych, w ramach znowelizowanych przepisów u.o.p., dobrowolne wycofanie spółki z obrotu na rynku regulowanym wciąż opiera się zasadniczo na trzech etapach: ogłoszeniu wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji spółki (wezwanie *delistujące*), uchwale walnego zgromadzenia w tym zakresie oraz uzyskaniu decyzji KNF zezwalającej na wycofanie akcji z GPW[31]. W odniesieniu do tych trzech głównych etapów zaprezentowane zostaną dalsze wnioski. Podkreślić należy jednak, że bardziej szczegółowa sekwencja zdarzeń, zaproponowana przez A. Radwana na gruncie poprzedniego stanu prawnego, stanowi wypracowany model teoretyczny, jak i praktyczny chronologicznego przebiegu tego procesu na gruncie poprzedniego stanu prawnego – i może stanowić punkt wyjścia w zakresie omówienia zmian wprowadzonych nowelizacją u.o.p.[32]:

(i) ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji spółki;
(ii) wystąpienie przez akcjonariusza lub akcjonariuszy z żądaniem umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji;
(iii) podjęcie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji;
(iv) złożenie do KNF wniosku o udzielenie zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu, tj. zniesienie dematerializacji akcji;
(v) wydanie przez KNF decyzji administracyjnej zezwalającej na wycofanie akcji z obrotu i określającej termin, po upływie którego następuje skutek w postaci utraty przez spółkę statusu spółki publicznej;

[31] Por. S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 305; M. Mataczyński, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku...*, s. 526 oraz M. Zmysłowska, *Gdzie legislacyjnych...,* s. 20.

[32] A. Radwan, *Ius dissidentium...*, s. 123 i n. Odmiennie M. Michalski, który wskazuje, że proces rezygnacji ze statusu spółki publicznej określany na gruncie poprzedniego stanu prawnego jako rematerializacja rozpoczyna się od wystąpienia przez akcjonariusza lub akcjonariuszy z żądaniem umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia uchwały w sprawie zniesienia dematerializacji akcji, gdyż tylko wtedy możliwe jest ustalenie, czy istnieje konieczność przeprowadzenia wezwania. Zob. M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 560.

(vi) upływ terminu wyznaczonego w decyzji – zezwoleniu KNF, nie dłuższego jednak niż miesiąc;
(vii) utrata statusu spółki publicznej.

Delisting jest procesem szczególnym i choć inicjowany może być wyłącznie przez akcjonariuszy, a nie przez spółkę, rygor procedury warunkowany jest koniecznością ochrony akcjonariuszy mniejszościowych[33]. Są to najczęściej inwestorzy indywidualni i to sytuacja drobnych akcjonariuszy, zarówno w zakresie praw, jak i obowiązków, a przede wszystkim płynności obrotu, ulegnie pogorszeniu wraz z utratą przez spółkę statusu spółki publicznej i powrotu do modelowej spółki akcyjnej[34]. Innym rozwiązaniem jest umożliwienie akcjonariuszom, którzy nie chcą pozostać w spółce po utracie przez nią statusu spółki publicznej, wyjścia ze spółki po godziwej cenie[35].

6.2.1. Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji spółki

Formalna procedura wycofania akcji z obrotu zorganizowanego rozpoczyna się, stosownie do art. 5 u.o.p., wraz z ogłoszeniem przez akcjonariusza lub akcjonariuszy wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji tej spółki przez pozostałych akcjonariuszy, co jest niezbędnym warunkiem do żądania umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia lub innego właściwego organu spółki publicznej uchwały dotyczącej wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, określanej uprzednio mianem uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji. Słusznie utrzymano w mocy wyjątek stanowiący o tym, że obowiązek ogłoszenia wezwania *delistującego* nie powstaje w sytuacji, gdy z wnioskiem

[33] J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji...*, s. 16 i n.

[34] W zakresie regulacji dotyczących obrotu publicznego i stanu prawnego przed wejściem w życie przepisów u.o.p. zob. M. Dyl, *Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego*, PPH 2004, nr 9, s. 30–36.

[35] A. Wacławik-Wejman, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 660.

o umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia występują wszyscy akcjonariusze spółki publicznej[36].

Do wezwania *delistującego* niezmiennie stosuje się przepisy art. 77–79 u.o.p., które nie uległy zmianie wraz z wejściem w życie przepisów nowelizacji u.o.p.[37] Warunek ogłoszenia wezwania, stosownie do art. 5 u.o.p., rozbudowanego na kanwie poprzednich przepisów i ówczesnego art. 6 u.o.p., obecnie odnosi się także do spółki publicznej z siedzibą w państwie innym niż RP. W takim wypadku obowiązek ogłoszenia wezwania dotyczy wyłącznie tych akcji, które zostały nabyte w wyniku transakcji zawartych w obrocie na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP i są zapisane na krajowych rachunkach papierów wartościowych.

W doktrynie, jak i praktyce rynkowej ugruntowane zostało stanowisko, w ramach którego wezwanie *delistujące* musi poprzedzać żądanie umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia w przedmiotowym zakresie. Wynika to bezpośrednio z literalnej wykładni art. 91 ust. 6 u.o.p.[38] Celem tego rozwiązania jest umożliwienie nabywania akcji spółki w okresie pomiędzy zgłoszeniem żądania a jego zakończeniem jedynie tą drogą – wyłącza to możliwość oddziaływania na kurs akcji, będący podstawą ustalenia ceny minimalnej w treści wezwania[39]. Natura wezwania *delistującego* ma

[36] Posiadanie przez akcjonariusza lub akcjonariuszy 100% akcji oznacza, za M. Dylem, brak elementu podmiotowego wymagającego ochrony, co warunkuje istnienie tej konstrukcji prawnej. Zob. M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 602.

[37] Szerzej w zakresie systematyki wezwań zob. A. Chłopecki, *Prawna charakterystyka wezwań na sprzedaż i zamianę akcji*, [w:] M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010, s. 77 i n. oraz A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań...*, s. 2 i n.

[38] Zob. A. Puchalski, M. Zmysłowska, *Podmiot uprawniony do rozpoczęcia procedury zniesienia dematerializacji...*, s. 32. Odmienne stanowisko prezentuje A. Wacławik-Wejman, zgodnie z którym zgłoszenie żądania umieszczenia uchwały w porządku obrad powinno być poprzedzone wcześniejszym lub jednoczesnym ogłoszeniem wezwania. Nie wydaje się to jednak przekonujące, szczególnie wobec wypracowanej praktyki rynkowej, jak i trafnego argumentu M. Włodarczyka, stanowiącego o tym, że wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki jest procesem ciągłym i rozciągniętym w czasie, co umożliwia, aby rozpoczęte było przed zgłoszeniem żądania i zakończone po zgłoszeniu tego żądania. Por. A. Wacławik-Wejman, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...,* s. 25 oraz M. Włodarczyk, *Proces dobrowolnego wycofania...*, s. 25.

[39] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 429.

jednak charakter transakcyjny i omówienie tego zagadnienia wymaga nakreślenia kilku zasadniczych kwestii: kręgu podmiotów uprawnionych do jego ogłoszenia, charakteru prawnego wezwania, przedmiotu oraz oferowanego w zamian świadczenia, jak i formalnej procedury jego przebiegu.

6.2.1.1. Podmiot uprawniony do ogłoszenia wezwania delistującego

Choć jest to zagadnienie o podłożu teoretycznoprawnym i w praktyce podmiot ogłaszający wezwanie *delistujące* jest przeważnie akcjonariuszem większościowym[40], w doktrynie występują dwa odmienne stanowiska w zakresie podmiotowego określenia uprawnionych do ogłoszenia wezwania. Pierwsze z nich, oparte na wykładni literalnej przepisu, powiązane jest z art. 91 ust. 4 u.o.p., który poprzez odesłanie do art. 400 § 1 k.s.h. stanowi o tym, że ogłosić wezwanie może jedynie podmiot, który będzie zgłaszał następnie żądanie umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia uchwały o wycofaniu akcji z obrotu (uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji w poprzednim stanie prawnym). Tożsamość tego podmiotu oraz treść art. 400 § 1 k.s.h. warunkują, że będzie to akcjonariusz lub akcjonariusze reprezentujący przynajmniej 5% kapitału zakładowego spółki[41]. Drugi pogląd, w myśl wykładni funkcjonalnej, opiera się na założeniu, że krąg uprawnionych może być szerszy i wymóg posiadania 5% akcji nie służy ochronie akcjonariuszy mniejszościowych, a podnosi koszty w postaci uprzedniego osiągnięcia progu 5% akcji w spółce publicznej[42]. Wydaje się, że mimo przekonujących argumentów o naturze funkcjonalnej na rzecz drugiego stanowiska zbyt szeroki krąg podmiotów uprawnionych do żądania umieszczenia w porządku obrad uchwały o wycofaniu akcji z obrotu zorganizowanego nie byłby zjawiskiem pożądanym, również pod kątem pewności obrotu.

[40] Uzupełniająco i stosownie do treści art. 74 u.o.p., zgodnie z którym przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić, z zastrzeżeniem wyjątków wskazanych w ust. 2 u.o.p., wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki.

[41] Tak: M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 561; M. Mataczyński, [w:] T. Sójka (red.), *Prawo rynku...*, s. 527 oraz S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 306.

[42] Tak: A. Radwan, *Ius dissidentium...,* s. 127 oraz A. Puchalski, M. Zmysłowska, *Podmiot uprawniony do rozpoczęcia procedury zniesienia dematerializacji...*, s. 36.

Nowelizacja u.o.p. nie zmodyfikowała w tym zakresie treści przepisów i pewne wątpliwości na gruncie poprzedniego stanu prawnego wciąż pozostają aktualne.

6.2.1.2. Charakter prawny i treść wezwania

W odniesieniu do obowiązku ogłoszenia wezwania *delistującego* można podtrzymać tezę o jego cywilnoprawnym charakterze, polegającym na złożeniu propozycji nabycia akcji wszystkim pozostałym akcjonariuszom spółki. Stosownie do art. 66 k.c. propozycja ta jest ofertą zawarcia umowy sprzedaży z akcjonariuszami spółki i powinna zawierać obligatoryjne elementy w postaci przedmiotu, rodzaju oraz minimalnej wysokości świadczenia oferowanego akcjonariuszom[43]. Choć w wyniku jej przyjęcia następuje zawarcie umowy sprzedaży akcji, z uwagi na katalog dodatkowych obowiązków informacyjnych, można w tym przypadku mówić o trybie ofertowym szczególnego rodzaju[44]. Wezwanie zatem zawiera elementy dwojakiej natury: obligatoryjne, czyli m.in. akcji objętych wezwaniem, jak i ich ceny, oraz informacyjne, takie jak m.in. dane podmiotu ogłaszającego wezwanie wraz z podstawą prawną[45].

Dodatkowo, co odnosi się w największym stopniu do akcjonariuszy mniejszościowych, podkreślić należy semiimperatywny charakter wezwania w zakresie minimalnej wysokości ceny, jak i brak możliwości negocjacyjnych, co przesądza o jego adhezyjnym charakterze[46]. Nawiązując tym samym do przytoczonego przez Z. Radwańskiego przykładu o umowie adhezyjnej w zakresie przejazdu koleją i o braku równorzędności obu stron przy jej zawarciu, w tym wypadku również można zaobserwować zbliżone zjawisko – inwestor może jedynie zgodzić się na zaproponowane warunki i rozpocząć podróż bądź, jak bywa to określane w żargonie giełdowym, „zostać na peronie"[47].

[43] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 429.
[44] A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań...*, s. 7 i n.
[45] A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 433–435.
[46] Zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 430 oraz A. Radwan, *Ius dissidentium...*, s. 116.
[47] Z. Radwański, *Prawo cywilne...*, s. 292.

6.2.1.3. Przebieg wezwania

W treści art. 91 ust. 5 u.o.p. ustawodawca nie zdecydował się na odrębną regulację wezwania *delistującego* i bezpośrednio odsyła do ogólnej procedury wezwań majoryzacyjnych zawartej w art. 77–79 u.o.p.[48], a także – na podstawie delegacji ustawowej zawartej w art. 81 u.o.p. – do rozporządzenia w sprawie wzorów wezwań[49]. Formalizm cechujący wezwanie *delistujące*, wynikający z konieczności zagwarantowania ochrony akcjonariuszy oraz zapewnienia sprawności procesu, warunkowany jest m.in., w myśl art. 77 ust. 2 u.o.p., wymogiem pośrednictwa podmiotu prowadzącego działalność maklerską na terytorium RP, który jednocześnie zawiadamia KNF oraz GPW o jego przeprowadzeniu[50]. Ogłoszenie wezwania, stosownie do art. 77 ust. 1 u.o.p., następuje po ustanowieniu zabezpieczenia w wysokości nie mniejszej niż 100% wartości akcji, które mają być jego przedmiotem. Niezwykle istotne jest, aby to zabezpieczenie miało realny charakter i spełniało swoją funkcję, gwarantując rozliczenie transakcji w prawnie określonym terminie[51]. Zabezpieczenie powinno gwarantować odpowiedni stopień płynności, bez konieczności podejmowania dodatkowych działań o charakterze egzekucyjnym bądź sądowym[52]. Zagadnienie to jest przedmiotem orzecznictwa sądów administracyjnych. NSA warunkuje prawidłowy przebieg wezwania zarówno od właściwego ogłoszenia, jak i ustanowienia zabezpieczenia w sposób realny, a nie pozorny – warunku tego nie spełnia wystawienie przez wzywającego weksla in blanco[53]. Odstąpienie od ogłoszonego wezwania jest, co do zasady, niedopuszczalne. Jedyny wyjątek zawarty jest w art. 77 ust. 3 u.o.p. i zgodnie z tym przepisem odstąpienie od

[48] Szerzej: A. Radwan, *Ius dissidentium...*, s. 123–128.

[49] Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 26 listopada 2020 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach (Dz. U. z 2020 r., poz. 2114).

[50] M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 604.

[51] Tak: S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 242.

[52] Zob. A. Famirski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 461.

[53] Zob. wyrok NSA z dnia 25 lutego 2014 r. (sygn. akt II GSK 1890/12).

wezwania jest dopuszczalne wyłącznie, gdy inny podmiot ogłosił wezwanie na wszystkie pozostałe akcje tej spółki po cenie nie niższej niż w tym wezwaniu. M. Mataczyński wskazuje na ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych jako uzasadnienie tego wyjątku. Stosownie do przepisów k.c. złożenie oblatowi oferty o takich samych lub bardziej korzystnych warunkach przez nowego oferenta nie zwalnia pierwszego oferenta ze związania ofertą i przepis art. 77 ust. 3 u.o.p. stanowi modyfikację w tym zakresie[54].

Kolejnym instrumentem ochrony akcjonariuszy mniejszościowych jest, ściśle określony w art. 79 u.o.p., mechanizm obliczania minimalnej ceny akcji będących przedmiotem wezwania. Minimalna cena w wezwaniu określana jest według dwóch kryteriów: obiektywnego, związanego z ceną rynkową, oraz subiektywnego, uwzględniającego wartość akcji dla podmiotu ogłaszającego wezwanie[55]. Kryteria te muszą być stosowane łącznie i tak jak podkreślono wcześniej, mają charakter semiimperatywny – wskazują mechanizm wyliczania ceny minimalnej, jednocześnie nie określając górnego pułapu. W wyjątkowych i ściśle sprecyzowanych sytuacjach ustawodawca dopuszcza odstępstwa od wymogów w zakresie określania ceny minimalnej[56].

Kryterium obiektywne ujęte jest w art. 79 ust. 1 u.o.p. i w odniesieniu do akcji będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym – cena ta nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu sześciu miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami, albo średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany przez okres krótszy niż sześć

[54] Szerzej: M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011, s. 42 i n.

[55] Tak: M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 605.

[56] W szczególności art. 79 ust. 4a u.o.p. zawierający enumeratywny katalog przypadków. Gdy średnia cena rynkowa akcji znacznie odbiega od wartości godziwej spółki, wzywający może wystąpić do KNF w celu uzyskania zgody na zaproponowanie ceny niespełniającej powyższych kryteriów z następujących powodów: przyznania akcjonariuszom prawa poboru, prawa do dywidendy, prawa do nabycia akcji spółki przejmującej w związku z podziałem spółki publicznej przez wydzielenie lub innych praw majątkowych związanych z posiadaniem akcji spółki publicznej, znacznego pogorszenia sytuacji finansowej bądź majątkowej spółki na skutek zdarzeń lub okoliczności, których spółka nie mogła przewidzieć bądź im zapobiec, jak i zagrożenie spółki trwałą niewypłacalnością.

miesięcy. W przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie wartości akcji zgodnie z powyższym, określa się cenę według ich wartości godziwej. Za wartość godziwą instrumentów finansowych, w rozumieniu art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości[57], przyjmuje się cenę rynkową, pomniejszoną o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Za cenę rynkową aktywów finansowych posiadanych przez jednostkę oraz zobowiązań finansowych, które jednostka zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna, natomiast cenę rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych, stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży[58].

Kryterium subiektywne opiera się na wartości akcji dla podmiotu ogłaszającego wezwanie i cena akcji proponowana w wezwaniu nie może być również niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje, będące przedmiotem wezwania, podmiot ogłaszający, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, albo najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania bądź podmioty będące stronami porozumienia wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.

Nadmienić należy, że stosownie do art. 82 u.o.p. w nowym brzmieniu akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia osiągnął lub przekroczył 95% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, przymusowy wykup

[57] Dz. U. z 2019 r., poz. 351 ze zm.

[58] Tematyka ta bywa problematyczna. Zob. postanowienie SO w Warszawie z dnia 22 stycznia 2015 r. (XX GC 1189/14). Sąd stwierdził, że podjęcie uchwały w sprawie dematerializacji akcji na podstawie wezwania, w którym nie została zaproponowana akcjonariuszom cena godziwa wykupu, może uzasadniać uchylenie uchwały w trybie art. 422 k.s.h. § 1 jako uchwały godzącej w dobre obyczaje i prowadzącej do pokrzywdzenia akcjonariuszy. Zob. R. Woźniak, *Ustalenie ceny godziwej w wezwaniu określonym w art. 91 ust. 6 ustawy o ofercie publicznej*, Glosa 2016, nr 1, s. 51–57.

(ang. *squeeze out*) – prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Realizacja tego uprawnienia przez akcjonariusza większościowego jest bezpośrednio związana z odpowiedzią akcjonariuszy mniejszościowych na wezwanie *delistujące*. Brak odpowiedzi na wezwanie *delistujące* oznacza, że akcjonariusze pozostaną akcjonariuszami spółki, która utraci status spółki publicznej. Przymusowy wykup akcji jest instytucją prawa handlowego, w ramach której większościowy akcjonariusz otrzymuje jednostronne uprawnienie do żądania sprzedaży akcji należących do akcjonariuszy mniejszościowych – niezależnie od ich woli oraz przyczyn zastosowania powyższej procedury[59]. Regulacja ta występuje w treści art. 82 u.o.p. w odniesieniu do spółek publicznych oraz art. 418 k.s.h. w zakresie spółek akcyjnych, które nie posiadają statusu spółki publicznej[60]. Przeprowadzenie procedury przymusowego wykupu przed *delistingiem* uniemożliwia także następcze zaskarżenie przez akcjonariuszy mniejszościowych uchwały o wycofaniu akcji z obrotu. Przymusowy wykup jest instytucją o charakterze kontrowersyjnym z uwagi na możliwość wyeliminowania drobnego akcjonariusza niezależnie od jego woli[61].

Realizacja zasady prymatu rządów większości nad mniejszością oraz przewagi kapitałowej w doktrynie uzasadniona jest trzema argumentami: wyłączeniem biernych akcjonariuszy, którzy bywają utożsamiani z akcjonariuszami indywidualnymi, nadużywaniem uprawnień korporacyjnych przez akcjonariuszy mniejszościowych – szczególnie w zaskarżaniu uchwał oraz potrzebą odzwierciedlenia faktycznych stosunków w spółce i rzeczywistego układu sił[62]. W praktyce instytucję przymusowego wykupu od

[59] Por. M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 507; M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 605; A. Puchalski, *Polska regulacja przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych na tle prawa unijnego*, PPH 2015, nr 1, s. 45–53; R. Woźniak, *Zasady ustalania ceny w przymusowym wykupie w przypadku spółki publicznej*, PPH 2014, nr 7, s. 50–54.

[60] Zob. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 258.

[61] Zob. wyrok TK z dnia 21 czerwca 2005 r., w którym TK ostatecznie stwierdził zgodność tej instytucji z Konstytucją RP (sygn. akt P 25/02).

[62] Tak: K. Borkowska, S. Jakszuk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 267.

wezwania do sprzedaży pozostałych akcji odróżnia jej przymusowy, a nie ofertowy charakter.

Zgodnie z art. 77 ust. 2 u.o.p. wezwanie jest ogłaszane i przeprowadzane za pośrednictwem podmiotu prowadzącego działalność maklerską, który obowiązany jest do zawiadomienia o zamiarze jego ogłoszenia KNF i GPW. Rozporządzenie w sprawie wzorów wezwań szczegółowo reguluje wymogi, jakie spełniać musi wezwanie *delistujące*. W § 5 ust. 2 rozporządzenia w sprawie wzorów wezwań określa się m.in. termin przyjmowania zapisów w przypadku wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji spółki w związku z procesem *delistingu*[63]. Niezwłocznie po przekazaniu zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia, o którym mowa w art. 77 ust. 2 u.o.p., nie później jednak niż w terminie 24 godzin, treść wezwania powinna być dostarczona do agencji informacyjnej przez podmiot pośredniczący, a także opublikowana w co najmniej jednym dzienniku o zasięgu ogólnopolskim. Status agencji informacyjnej w rozumieniu art. 58 ust. 1 u.o.p. posiadają obecnie jedynie cztery podmioty: Bloomberg, Grupa Interia, Notoria Serwis oraz Polska Agencja Prasowa[64]. Zaznaczyć należy, że choć *delisting*, a w szczególności przeprowadzenie wezwania, wymaga uczestnictwa podmiotu pośredniczącego, to jednak jest to wciąż ściśle określona pod względem formalnoprawnym procedura.

6.2.2. Uchwała walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z obrotu

6.2.2.1. Żądanie umieszczenia w porządku obrad sprawy podjęcia uchwały

Podjęcie uchwały o wycofaniu akcji z obrotu na rynku regulowanym wymaga uprzedniego umieszczenia uchwały w porządku obrad walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Stosownie do art. 91 ust. 4 u.o.p. w zw. z art. 400 § 1 k.s.h. wniosek taki można złożyć, jeżeli akcjonariusz lub akcjonariusze

[63] Termin ten nie może być krótszy niż 30 dni i nie dłuższy niż 70 dni, co zagwarantować ma akcjonariuszowi wystarczającą ilość czasu na podjęcie decyzji. Krytycznie w zakresie umiejscowienia tych regulacji w akcie prawnym o randze podustawowej zob. A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej*..., s. 436.

[64] KNF, https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/espi (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

reprezentujący co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego żądają zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia i umieszczenia określonych spraw w porządku obrad tego zgromadzenia. Stosownie do dalszego, literalnego brzmienia treści art. 400 § 1 k.s.h. statut może upoważnić do żądania zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy reprezentujących mniej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego. Tym samym uznać należy słuszność twierdzenia o tym, że dopuszczalne jest przyznanie uprawnienia do wystąpienia z wnioskiem o umieszczenie uchwały w tym zakresie w porządku obrad przez akcjonariusza lub akcjonariuszy, którzy posiadają mniej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego spółki. Nowelizacja u.o.p. zmieniła brzmienie tego przepisu i obecna treść art. 91 ust. 4, w wyniku usunięcia odwołania do art. 400 § 2 k.s.h., wydaje się jednoznacznie rozstrzygać wcześniejsze liczne wątpliwości interpretacyjne[65] wynikające z przeoczenia ustawodawcy podczas procesu legislacyjnego i niedostosowania przepisów u.o.p. do poprzedniego brzmienia k.s.h. wprowadzonego w 2008 r.[66] Obecne brzmienie przepisu regulującego żądanie umieszczenia uchwały w porządku obrad, które usuwa zapis o wyłączeniu stosowania art. 400 § 2 k.s.h., warunkującego żądanie zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia w formie pisemnej lub w postaci elektronicznej, należy uznać za trafne[67]. Szczególną sytuacją wciąż pozostaje art. 405 k.s.h. i problematyka powzięcia uchwały mimo braku formalnego zwołania walnego zgromadzenia, jeśli cały kapitał zakładowy jest reprezentowany,

[65] Za zasadne należy uznać zatem stanowisko zwolenników możliwości wystąpienia z takim wnioskiem przez akcjonariuszy posiadających mniej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego, jeśli statut dopuszcza taką możliwość. Zob. M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 561; M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 561; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*, s. 529 oraz S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 307. Odmiennie A. Wacławik-Wejman, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...,* s. 659 oraz J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji...*, s. 18 i n. Wątpliwości pozostają jednak zasadne w zakresie statutowego podwyższenia tego wymogu.

[66] Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2008 r. Nr 13, poz. 69).

[67] Por. R. Czerniawski, *Walne zgromadzenie spółki akcyjnej*, Warszawa 2009, s. 52 oraz D. Wajda, *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Warszawa 2007, s. 331.

a nikt z obecnych nie zgłosił sprzeciwu do odbycia zgromadzenia lub wniesienia poszczególnych spraw do porządku obrad. Jeśli wezwanie *delistujące* miałoby skutek w postaci nabycia wszystkich akcji i posiadania 100% kapitału zakładowego, a akcjonariusze popierają podjęcie uchwały w celu wycofania z obrotu zorganizowanego, powinni mieć taką możliwość – bez obowiązku przeprowadzania sformalizowanej procedury zwołania walnego zgromadzenia i uchwała ta powinna być uznana za prawidłową[68]. W nowelizacji u.o.p. nie został również zaimplementowany przepis regulujący termin pomiędzy ogłoszeniem wezwania a zgłoszeniem żądania umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia. Naturalnie utrzymany w mocy został przepis warunkujący sens przedmiotowego wezwania, regulowany przez art. 91 ust. 9 u.o.p., zgodnie z którym akcjonariusz lub akcjonariusze żądający umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały, o której mowa w ust. 3, mogą nabywać akcje tej spółki w okresie między zgłoszeniem żądania a zakończeniem wezwania, wyłącznie w drodze tego wezwania.

6.2.2.2. Podjęcie uchwały przez walne zgromadzenie

Stosownie do znowelizowanego brzmienia art. 91 w ust. 3 ustawodawca reguluje wymogi niezbędne do podjęcia uchwały o wycofaniu akcji z obrotu zorganizowanego. Podjęcie przedmiotowej uchwały wciąż wymaga kwalifikowanej większości 9/10 głosów[69] oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego, co w praktyce oznacza kworum oparte na wielkość kapitału zakładowego, tj. przynajmniej jego połowę. Przepisy nowelizacji u.o.p. niestety nie doprecyzowały tego

[68] M. Zmysłowska argumentuje ponadto ten fakt *per analogiam* do obecnego art. 91 ust. 10 u.o.p., zgodnie z którym obowiązek ogłoszenia wezwania *delistującego* nie powstaje w przypadku, gdy z wnioskiem o umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia występują wszyscy akcjonariusze spółki. Zob. M. Zmysłowska, *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej*..., s. 220.

[69] Wymóg ten został zaostrzony w 2016 r. i uprzednio wynosił 4/5. Zob. Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r., poz. 615). Stanowiło to o uprzedniej chęci zrównania progu większości kwalifikowanej z przepisami dotyczącymi przymusowego wykupu, w których jednak w międzyczasie próg również został podwyższony do 95%.

sformułowania i wciąż są to: „akcjonariusze reprezentujący przynajmniej połowę kapitału zakładowego", a nie jak postulowano: „akcjonariusze posiadający akcje reprezentujące przynajmniej połowę kapitału zakładowego"[70]. Ma to charakter normy semiimperatywnej, statut spółki może ustanowić wyższe wymagania dla podjęcia takiej uchwały, jak i kworum, jednak nie może tych wymogów złagodzić[71]. Jak twierdzą J. Okolski, J. Modrzejewski oraz Ł. Gasiński, w spółce akcyjnej nie jest możliwy scenariusz jednomyślności i mogłoby to być sprzeczne z interesem samej spółki[72]. Nie wydaje się zatem, aby istniało *ratio legis* mające na celu dalsze zaostrzenie surowości tego progu. Jeśli przyjmiemy założenie stanowiące o tym, że wymóg jednomyślności byłby sprzeczny z interesem spółki, to nie wydaje się, aby istniał praktyczny cel dalszego zaostrzenia tego progu. Charakter i rygor wymagany w odniesieniu do przedmiotowej uchwały pozwala na stwierdzenie, że jest to jeden z najsurowszych wymogów większości głosów wymaganej do podjęcia uchwały, zarówno w obrębie prawa spółek, jak i prawa rynku kapitałowego[73]. Przychylić się należy do wniosku, że niezależnie od wysokiego progu głosów niezbędnego w związku z wycofaniem akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym i podjęcia przedmiotowej uchwały w tym zakresie, powinny istnieć mechanizmy uelastycznienia procedury *delistingu*[74].

6.2.3. Wniosek do KNF

Stosownie do art. 91 ust. 1 u.o.p. oraz wyłącznie na wniosek spółki publicznej KNF udziela zezwolenia na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym, jeśli spełnione są warunki określone w ust. 3–5, tj. żądanie umieszczenia w porządku obrad sprawy podjęcia uchwały, jej właściwe podjęcie oraz przeprowadzenie wezwania *delistującego,* oraz w ust. 9 i 10,

[70] Zob. M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 563

[71] Por. M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 269; J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji...*, s. 22; M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 608 oraz K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*, s. 530.

[72] J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego...*, s. 9.

[73] Tak: M. Włodarczyk, *Proces dobrowolnego wycofania...*, s. 30.

[74] M. Zmysłowska, *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej...*, s. 226.

regulujące obowiązek nabywania akcji wyłącznie w drodze wezwania, jak i wyjątek umożliwiający odstąpienie od jego przeprowadzenia. Etap złożenia wniosku do KNF, czyli wszczęcia procedury administracyjnej, można nazwać za M. Michalskim – wyczerpaniem procedury korporacyjnej w tym procesie[75].

6.2.3.1. Złożenie wniosku

KNF warunkuje wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu od złożenia wniosku oraz stosownie do art. 91 u.o.p. – dołączenia odpisu przedmiotowej uchwały w tej sprawie. Zgoda KNF wydawana jest zatem w formie decyzji administracyjnej, po uprzednim rozpatrzeniu przez KNF wniosku zgłoszonego przez spółkę[76].

Z perspektywy proceduralnej dwa aspekty wymagają rozwinięcia. Jest to niewątpliwie postępowanie administracyjne, co potwierdza dodatkowo art. 11 ust. 5 u.n.r.f., zgodnie z którym do postępowań przed KNF stosuje się przepisy k.p.a., jak również art. 1 pkt 1 k.p.a., zgodnie z którym postępowania przed organami administracji publicznej rozstrzygane są w drodze decyzji administracyjnych[77]. Są w tym zakresie pewne wyjątki. Art. 27 ust. 2b u.o.p. w nowym brzmieniu przewiduje odstępstwo od stosowania charakterystycznej dla k.p.a. zasady wysłuchania stron. Wynika to z zamiaru odformalizowania postępowania oraz zapewnienia jego sprawnego przeprowadzenia[78]. Dodatkowo legitymację czynną w zakresie zainicjowania procesu ma wyłącznie spółka publiczna, a nie – jak w poprzednim brzmieniu – emitent z siedzibą na terytorium RP. Akcjonariusze we wskazanym zakresie nie mogą być stronami postępowania administracyjnego[79]. Z uwagi na powiązanie definicji spółki publicznej z obrotem zorganizowanym zmianę należy uznać za słuszną.

[75] M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 563.
[76] S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 308.
[77] Tak: M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 561.
[78] Zob. Uzasadnienie nowelizacji u.o.p..., s. 13.
[79] Na gruncie p.p.o.p.w. 1997 NSA potwierdził, że akcjonariusze nie mają statusu strony. Zob. Wyrok NSA z dnia 25 września 2001 r. (sygn. III SA 3330/00).

Na kanwie poprzedniego stanu prawnego można było podkreślić mniejszy formalizm w zakresie złożenia wniosku o zniesienie dematerializacji akcji względem regulowanego przez art. 27 u.o.p. wniosku o zatwierdzenie prospektu, który cechował się obowiązkiem pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Obecnie, wobec słusznie zniesionej zasady przymusu pośrednictwa względem procedury zatwierdzenia prospektu, oba procesy są w tym aspekcie zbliżone. Kierunek tych zmian jest właściwy z uwagi na ewolucję rynku kapitałowego i doświadczenie, w szczególności kancelarii prawnych, potwierdza słuszność tej decyzji. Treść wniosku musi spełniać wymogi formalne zdefiniowane w art. 63 k.p.a., określające sposób wniesienia, jak i treść podania[80]. Wzór wniosku jest ogólnie dostępny na stronie internetowej KNF[81]. Wymagane są dwa załączniki, tj. odpis z KRS oraz odpis uchwały w sprawie wycofania z obrotu, oraz wskazanie niezbędnych informacji, które były przedstawione w ramach procesu, tj. identyfikacja spółki publicznej wraz ze strukturą akcjonariatu, informacje o akcjach będących przedmiotem wniosku, informacje o uchwale oraz akcjonariuszach żądających jej umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia. Praktyka rynkowa wskazuje na to, że wniosek do KNF składany jest przeważnie po przeprowadzeniu formalnej procedury, tj. podjęciu uchwały i finalizacji wezwania, choć w doktrynie pojawiały się odmienne interpretacje tej sekwencji[82].

6.2.3.2. Wydanie decyzji administracyjnej

Decyzja KNF ma postać decyzji związanej – organ bada wyłącznie wymogi formalne i może wydać decyzję o udzieleniu zezwolenia na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym, bez możliwości oceny zasadności złożenia wniosku. Organ administracji bada jedynie, czy zostały spełnione wymogi formalne podjęcia decyzji. Po przeprowadzeniu postępowania KNF może

[80] Zob. Z. Kmiecik, *Wszczęcie ogólnego postępowania administracyjnego na żądanie*, Ius Novum 2008, nr 1, s. 114–128.

[81] KNF, *Wzór wniosku o wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Wniosek%20o%20wycofanie%20akcji%20z%20obrotu%20na%20rynku%20regulowanym%20lub%20w%20alternatywnym%20systemie%20obrotu.docx (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[82] M. Włodarczyk, *Proces dobrowolnego wycofania…*, s. 30.

alternatywnie wydać decyzję o udzieleniu zezwolenia na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym albo decyzję o odmowie udzielenia takiego zezwolenia, gdy stwierdzi niespełnienie wymogów formalnych[83]. W decyzji udzielającej zezwolenia KNF określa termin, nie dłuższy niż miesiąc, po upływie którego następuje wycofanie akcji z obrotu. Termin wynikający z decyzji powinien być liczony od chwili doręczenia decyzji stronie postępowania i stanowi o zaistnieniu tej decyzji w obrocie prawnym[84]. Z uwagi na istotę *delistingu* decyzja powinna być podana do publicznej wiadomości[85]. Stosownie do art. 91 ust. 2 u.o.p. – wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym uchyla skutki ich dopuszczenia do obrotu na tym rynku regulowanym albo wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu.

6.3. Rezygnacja ze statusu spółki publicznej wobec zmian legislacyjnych

Przed dalszym omówieniem konsekwencji związanych z rezygnacją ze statusu spółki publicznej należy nadmienić o dwóch aspektach nowelizacji u.o.p., które wywierają, bezpośrednio oraz pośrednio, istotny wpływ na obecne brzmienie treści art. 91 u.o.p.

Po pierwsze, nowelizacja u.o.p., w obecnej treści art. 82 u.o.p., teoretycznie w celu wzmocnienia akcjonariuszy mniejszościowych[86] podniosła próg uprawniający do ogłoszenia przymusowego wykupu akcji przez akcjonariusza większościowego do 95% głosów w spółce publicznej, a nie 90% – jak dotychczas. Stosownie do art. 15 ust. 2 dyrektywy 2004/25/WE w sprawie

[83] M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 611.

[84] K. Haładyj, *Ustawa o ofercie...*, s. 530.

[85] Na podstawie art. 6 ust. 1 pkt 4 ustawy z dnia 6 września 2001 r. o dostępie do informacji publicznej (Dz. U. z 2019 r., poz. 1429 ze zm.) udostępnieniu podlega m.in. treść aktów administracyjnych. W praktyce decyzje KNF dostępne są na stronie internetowej urzędu.

[86] Ustawodawca motywował to licznymi przypadkami przymusowych wykupów akcji poniżej ceny rynkowej, jak i obowiązującym progiem 95% w treści przepisów k.s.h. Zob. Uzasadnienie nowelizacji u.o.p..., s. 24. Por. W. Chabasiewicz, *Squeeze out „po nowemu" – przymusowy wykup trudniejszy?* https://stockbroker.pl/squeeze-out-przymusowy-wykup/ (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

ofert przejęcia[87] próg ten nie może przekraczać w państwie członkowskim UE 95% kapitału akcyjnego dającego prawo głosu i 95% liczby głosów.

Po drugie, ustawodawca ponownie zdecydował się, stosownie do art. 82 ust. 2 u.o.p., na dalszą dystynkcję pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu, wprost odsyłając do przepisów art. 79 ust. 1–3 w zakresie przymusowego wykupu akcji spółki publicznej dopuszczonej do obrotu na rynku regulowanym oraz do art. 91 ust. 6–8, jeśli jest to spółka publiczna, której akcje są wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu. Ustawodawca zatem wprost twierdzi, że kwestie dotyczące ustalenia ceny przymusowego wykupu akcji spółek notowanych w ramach alternatywnego systemu obrotu są uregulowane w treści przepisu ust. 6–8 art. 91 u.o.p. Mechanizm wyliczenia ceny opiera się na założeniach zbliżonych do tych charakterystycznych dla rynku regulowanego, zawiera jednak dodatkowe elementy – cena nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami w alternatywnym systemie obrotu, a jeżeli obrót akcjami spółki w alternatywnym systemie obrotu był dokonywany przez okres krótszy niż 6 miesięcy – średniej ceny rynkowej z tego krótszego okresu. Cena akcji takiej spółki publicznej nie może być jednak niższa od średniej ceny rynkowej (średniej ceny arytmetycznej ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu) z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami, poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami w alternatywnym systemie obrotu. W przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny w powyższy sposób, a także w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe, cena akcji nie może być niższa od ich wartości godziwej. Ustawodawca sam motywował dodanie elementu związanego ze średnią ceną rynkową czynnikami w postaci wyjątkowej płytkości rynku ASO, jak i możliwością łatwej manipulacji ceną – zarówno przez podmiot dokonujący przymusowego wykupu, jak i przez akcjonariuszy mniejszościowych[88]. Oznacza to zatem, że cenę przymusowego wykupu

[87] Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 12, ze zm.).
[88] Zob. Uzasadnienie nowelizacji u.o.p..., s. 35.

akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu ustala się zgodnie z art. 91 ust. 6–8 u.o.p. Treść ust. 6 art. 91 u.o.p. odwołuje czytelnika jednak bezpośrednio do ust. 5 art. 91 u.o.p. i przepisy te regulują w istocie ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki przez pozostałych akcjonariuszy.

Powyższe pozwala na następujący wniosek: ustawodawca stworzył dwa różne, choć zbliżone w swej naturze, reżimy dotyczące wezwania *delistującego* oraz przymusowego wykupu w odniesieniu do spółki publicznej, której akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym, jak i spółki, której akcje wprowadzone są do alternatywnego systemu obrotu. Jest to niewątpliwie próba reakcji i odpowiedzi na liczne wątpliwości związane ze stosowaniem art. 91 u.o.p., w poprzednim brzmieniu, w odniesieniu do spółek publicznych notowanych wyłącznie w alternatywnym systemie obrotu. Trafne były postulaty m.in. J. Jastrzębskiego odnośnie do poprzedniego stanu prawnego, podkreślające, że przepisy art. 91 ust. 2 u.o.p. ograniczały jego zastosowanie do spółek notowanych na rynku regulowanym, nie stwarzając podstaw prawnych, aby ówcześnie objąć takim reżimem spółki notowane jedynie w ramach alternatywnego systemu obrotu[89], co jednak zostało uregulowane w obecnych przepisach[90].

Ponadto w poprzednim stanie prawnym art. 91 ust. 6 stanowił, że do wezwania *delistującego* stosowało się odpowiednio przepisy art. 77–79 u.o.p., jednakże obowiązek ogłoszenia wezwania określony w art. 73–74 u.o.p., stosownie do art. 75 ust. 3 pkt 1 u.o.p., nie dotyczył spółki, której akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu albo nie są przedmiotem obrotu zorganizowanego. Pełne zasady ustalania ceny minimalnej w wezwaniu określone w art. 79 ust. 1–3 u.o.p. nie dotyczyły zatem bezpośrednio spółek notowanych wyłącznie w alternatywnym systemie obrotu[91]. Na gruncie poprzedniego stanu prawnego pojawiły się zatem

[89] J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji...*, s. 16 i n.

[90] Było to przedmiotem projektów legislacyjnych już wcześniej. Zob. projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, numer z wykazu prac legislacyjnych – UD144, http://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343/katalog/228351 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[91] Zob. W. Chabasiewicz, *Wezwania na NewConnect – owoc niemal zakazany*, https://

stanowiska budujące most konstrukcyjny pomiędzy zniesieniem dematerializacji akcji jako przyczyny a skutkiem, czyli wycofaniem akcji z alternatywnego systemu obrotu[92]. Stanowisko to należy uznać za pewne uproszczenie i zaprezentować kontrargument M. Michalskiego, stanowiący o tym, że papiery wartościowe wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu – na gruncie ówczesnych przepisów – mogły mieć formę dokumentową, ich dematerializacja miała wszakże charakter fakultatywny[93]. Argumentem pomocniczym, świadczącym o braku równości pomiędzy terminem zniesienia dematerializacji akcji a wycofaniem akcji z obrotu zorganizowanego, jest wprowadzona nowelizacją u.o.p. zmiana w treści prawa bankowego. Z mocy prawa akcje banku nie mogą być dopuszczone do obrotu w ramach alternatywnego systemu i dlatego pojęcia zniesienia dematerializacji akcji nie można zastąpić łącznie obiema płaszczyznami obrotu zorganizowanego. Choć konotacje alternatywnego systemu obrotu są jednoznacznie skorelowane z NewConnect – prowadzonym przez GPW, dematerializacja akcji na tym rynku nie była ówcześnie regulowana obligatoryjnie na poziomie ustawowym, co stanowiło przedmiot analizy w rozdziale pierwszym.

www.parkiet.com/Komentarze/311259938-Wezwania-na-NewConnect--owoc-niemal-zakazany.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[92] Zob. A. Wacławik-Wejman, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 25.

[93] Por. M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 563 oraz J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji...*, s. 23 i n. Należy jednak podkreślić, że zasadne jest, aby spółki notowane w ramach alternatywnego systemu obrotu posiadały także regulację w tym zakresie. M. Zmysłowska wskazuje na dwa argumenty w postaci: (i) rozwiązania umowy o rejestrację akcji z KDPW jako momentu, gdy spółka przestaje spełniać kryteria spółki publicznej; (ii) warunku, aby wyłącznie zdematerializowane instrumenty, w tym akcje, były przedmiotem obrotu w ramach NewConnect. Zob. M. Zmysłowska, *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej...*, s. 233. Należy jednak podkreślić, że choć zasadne były postulat o uwzględnienie przepisów wprost dotyczących ASO, jak i ogólny kierunek zmian, obecnie łączne rozszerzenie przepisów na oba segmenty obrotu zorganizowanego wydaje się być rozwiązaniem zbyt daleko idącym.

6.3.1. Skutki prawne nowelizacji u.o.p.

Zaprezentowany na łamach tego rozdziału opis procedury *delistingu* i dobrowolnej rezygnacji ze statusu spółki publicznej wydaje się nie odbiegać zasadniczo od treści przepisów przed wprowadzeniem nowelizacji u.o.p. Elementami warunkującymi prawidłowe przeprowadzenie procesu pozostają wezwanie *delistujące*, uchwała walnego zgromadzenia oraz postępowanie administracyjne przed KNF. Pozornie zbliżony kształt procedury nie jest jednak wystarczającym argumentem, pozwalającym stwierdzić, że nie zaszły pewne zmiany w tym zakresie. Nastąpiło to jednak przede wszystkim w odniesieniu do skutków ewolucji przepisów wprowadzonych nowelizacją u.o.p. Zmiany te można przedstawić w odniesieniu do zaprezentowanego wcześniej podziału na skutki prawne o charakterze podmiotowym, dotyczącym spółki, jak i przedmiotowym, obejmującym jej akcje[94]. Z uwagi na specyfikę tematu podział ten stanowi o właściwej płaszczyźnie konstrukcyjnej dla porównania obu stanów prawnych i zaznaczyć należy, że inny podział, oparty na kryterium skutków o charakterze publicznoprawnym oraz prywatnoprawnym, byłby właściwy dla badania relacji szczególnie pomiędzy spółką publiczną a modelową spółką akcyjną[95].

6.3.1.1. Skutki o charakterze podmiotowym

Niewątpliwie należy zaznaczyć, że celem, jak i skutkiem właściwie przeprowadzonej procedury *delistingu* jest rezygnacja ze statusu spółki publicznej. Założenie to było adekwatne wobec uprzedniej regulacji art. 91 u.o.p., opartej na zniesieniu dematerializacji akcji, i pozostaje aktualne wobec obecnej definicji bazującej na kryterium obrotu zorganizowanego, a właściwie rynku regulowanego. Spółka przechodzi tym samym z reżimu właściwego dla

[94] Tak: M. Dyl, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 614 oraz tenże, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 269. Por. J. Jastrzębski, *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji...*, s. 23 i n. oraz A. Wacławik-Wejman, [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 662 i n.

[95] M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 562 i n.

spółki publicznej z powrotem do reżimu modelowego, charakterystycznego dla niepublicznych spółek akcyjnych.

Stosownie do art. 91 ust. 2 u.o.p. wycofanie akcji z obrotu uchyla skutki ich dopuszczenia do obrotu na tym rynku regulowanym. Niewątpliwie w tym zakresie nastąpiła pewna zmiana o charakterze porządkująco-językowym. Obecnie art. 91 ust. 1 u.o.p. wprost określa, że w decyzji zezwalającej na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym KNF określa termin nie dłuższy niż miesiąc, po którym następuje wycofanie akcji z obu płaszczyzn – zarówno rynku regulowanego, jak i alternatywnego systemu obrotu. Oznacza to zatem, że relację pomiędzy decyzją KNF a wycofaniem akcji z obrotu można określić mianem zależności o skutku bezpośrednim. Na gruncie poprzedniego stanu prawnego, choć obowiązywał już miesięczny termin, aby konstrukcja art. 91 u.o.p. zachowała *ratio legis*, ustawodawca zdecydował się na rozwiązanie o charakterze skutku pośredniego. Stosownie do art. 91 ust. 3 w poprzednim brzmieniu zniesienie dematerializacji akcji następowało bowiem na podstawie zezwolenia oraz nie wcześniej niż w terminie określonym w poprzedzającym ust. 2, gdzie jednak musiała dodatkowo pojawić się zależność dotycząca powiązania dematerializacji akcji z podleganiem obowiązkom wynikającym z u.o.p. oraz tym powstałym w związku z przeprowadzeniem oferty publicznej lub dopuszczeniem akcji do obrotu na rynku regulowanym. Obecne brzmienie przepisów jest w tym znaczeniu bardziej adekwatne pod względem konstrukcyjnym, jak i poprawia przejrzystość zaproponowanego rozwiązania. Ustawodawca wprost określa, że wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym następuje w terminie wskazanym decyzją KNF, choć obecnie w art. 91 ust. 12 u.o.p. i wobec zmiany definicji spółki publicznej wprost uwzględnia alternatywny system obrotu jako drugą, obok rynku regulowanego, płaszczyznę obrotu zorganizowanego. Oznacza to rozszerzenie zakresu podmiotowego tego przepisu wprost o spółki publiczne notowane w ramach alternatywnego systemu obrotu. Wyraźnie należy jednak zaznaczyć, że konstrukcja ta jest możliwa obecnie w wyniku zmiany definicji spółki publicznej. Na gruncie poprzedniego stanu prawnego pojawiały się słuszne argumenty stanowiące o tym, że w praktyce zniesienie dematerializacji akcji na podstawie art. 91 u.o.p. prowadzi również do wycofania akcji z alternatywnego systemu

obrotu i w konsekwencji utraty statusu spółki publicznej. Stanowisko to nie miało wówczas podstaw w obowiązujących przepisach mimo wcześniej w tym zakresie podjętych i przerwanych prac legislacyjnych. Uzupełniająco do powyższego należy także zaznaczyć, że przedmiotem postanowienia SN z 30 czerwca 2020 r.[96] były również aspekty związane z przejściem z rynku regulowanego do alternatywnego systemu obrotu, co bywa określane mianem tzw. *downlistingu*. Niestety, rozważania SN o braku zastosowania art. 91 u.o.p. w obrębie tej tematyki zostały poczynione w odniesieniu do nieobowiązującego już stanu prawnego[97].

Można zatem stwierdzić, że co do zasady moment utraty statusu spółki publicznej pozostał zbliżony i jest w tym zakresie warunkowany decyzją KNF. W Regulaminie GPW, § 31 ust. 1 pkt 3, wciąż jednak istnieje zapis obligujący zarząd GPW do wykluczenia instrumentów finansowych z obrotu giełdowego w przypadku zniesienia ich dematerializacji. Wydaje się, że Regulamin GPW w tym miejscu właściwie obrazuje tę różnicę – choć procesy rezygnacji ze statusu spółki publicznej oraz spółki notowanej na GPW w praktyce są ze sobą ściśle skorelowane, nie są to procesy tożsame względem siebie[98]. Regulamin GPW (oraz Regulamin ASO) niezmiennie opiera się na zasadzie obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi, niezależnie od brzmienia regulacji o randze ustawowej w tym zakresie. Wydaje się jednak, że w § 31 ust. 1 pkt 3 Regulaminu GPW powinna nastąpić zmiana o charakterze dookreślającym względem aktualnie obowiązujących przepisów ustawowych, szczególnie u.o.p. Pozostawienie ogólnego zapisu dotyczącego zniesienia dematerializacji jako przesłanki wykluczenia instrumentu giełdowego może wprowadzać w błąd, zarówno w obecnym, jak i przyszłym stanie prawnym.

6.3.1.2. Skutki o charakterze przedmiotowym

Uzyskanie zezwolenia Komisji oraz działania po stronie GPW muszą być uzupełnione o ostatnie formalne działania w tym procesie, tj. o wyróżnienie

[96] Postanowienie SN z dnia 30 czerwca 2020 r. (sygn. akt III CZP 69/19).

[97] Zob. P. Popardowski, *Odniesienia do problematyki spółek handlowych w najnowszym orzecznictwie Sądu Najwyższego*, Glosa 2020, nr 4, s. 10 i n.

[98] Zob. A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe...*, s. 259.

roli KDPW. Uzupełnienia wymaga stwierdzenie, że decyzja KNF przywraca automatycznie akcjom formę dokumentu[99]. Decyzja KNF pozostaje newralgiczna w analizowanym procesie i inicjuje jego końcowy etap, natomiast tak samo jak wobec procesu IPO kompetencje KNF nie obejmują czynności związanych z dematerializacją, jak i rematerializacją akcji. KNF nie wydaje decyzji administracyjnych, które wedle prawa polskiego mogą automatycznie zmieniać dokument akcji na zapis elektroniczny, jak i odwrotnie. Naturalnie powyższego poglądu nie można traktować dosłownie, taki zabieg podważałby nie tylko rolę GPW, lecz przede wszystkim KDPW w tym procesie. W poprzednim stanie prawnym niezbędne było rozwiązanie umowy z KDPW. Obecnie jednak ustawodawca zdecydował się na wprowadzenie mechanizmu określonego w art. 91 ust. 14 u.o.p., w ramach którego mamy do czynienia z pewnego rodzaju automatyzmem, opartym jednak na prymacie KDPW, a nie KNF. W myśl obecnej regulacji KDPW lub spółka pełniąca jego zadania wyrejestrowuje akcje wycofane z obrotu na rynku regulowanym w terminie 14 dni od ich wycofania. Dopiero z dniem wyrejestrowania akcji z mocy prawa rozwiązaniu ulega umowa o ich rejestrację w depozycie papierów wartościowych.

Zasadniczy skutek dotyczy wyrejestrowania akcji z depozytu papierów wartościowych opartego na zniesieniu zapisów na rachunkach papierów wartościowych i ich wydania akcjonariuszom[100]. Na gruncie art. 91 u.o.p., w poprzednim brzmieniu, na tym etapie istniał obowiązek uczestników KDPW przekazania emitentowi, w terminie wskazanym przez KDPW, danych osobowych akcjonariuszy ze wskazaniem liczby akcji zapisanych na rachunkach na dzień dematerializacji akcji. W tym zakresie nastąpiła modyfikacja i została podkreślona rola KDPW, stosownie do art. 91 ust. 15 u.o.p. W przypadku wycofania z obrotu na rynku regulowanym uczestnicy KDPW są wpierw obowiązani przekazać KDPW, w terminie przez niego wskazanym, dane osobowe akcjonariuszy, ze wskazaniem liczby akcji posiadanych przez każdego z nich, a także obciążeń ustanowionych na tych akcjach oraz danych osobowych osób, na których rzecz obciążenia

[99] Tak: D. Gago oraz S. Jakszuk, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 468.
[100] M. Michalski, [w:] M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 563.

te ustanowiono. Informacje są sporządzane według stanu na dzień wyrejestrowania akcji z depozytu papierów wartościowych, na podstawie zapisów dokonanych na prowadzonych przez uczestników rachunkach papierów wartościowych i rachunkach zbiorczych oraz na podstawie wskazań dokonanych przez posiadaczy rachunków zbiorczych, zgodnie z art. 8a ust. 4 u.o.i.f.[101] Istotą tego przepisu jest zgodność z regulacjami zawartymi w art. 328 k.s.h. w obecnym brzmieniu i umożliwienie wydania akcji w formie dokumentowej akcjonariuszom, którym uprzednio przysługiwały dokumentowe akcje[102]. Problem związany z tym rozwiązaniem nie polega jednak na tym, czy uczestnicy KDPW przekażą dane osobowe bezpośrednio do spółki lub za pośrednictwem KDPW. Wydaje się, że należy spojrzeć na to zagadnienie szerzej, szczególnie pod względem funkcjonalnym i celowościowym.

Nowelizacja u.o.p. weszła w życie w listopadzie 2019 r., podczas gdy przepisy nowelizacji k.s.h. wejdą w życie 1 marca 2021 r. Oznacza to, że przez ten prawie półtoraroczny okres, co do zasady i poza pewnymi wyjątkami[103], obowiązywały przepisy wprowadzone nowelizacją u.o.p. Oznacza to zatem, że przez ten czas spółki akcyjne, w tym także spółki publiczne, uczestniczyły w procesie dematerializacji akcji, podczas gdy spółki publiczne, które rezygnowały z tego statusu, czyniły odwrotnie – rematerializując swoje uprzednio zdematerializowane akcje. Jeśli bowiem, stosownie do art. 91 ust. 14 u.o.p., przyjmiemy, że z dniem wyrejestrowania akcji rozwiązaniu ulega umowa o ich rejestrację w KDPW, wydaje się, że ustawodawca nieintencjonalnie utworzył mechanizm wyrejestrowania akcji z depozytu papierów wartościowych oparty na rozwiązaniu umowy o rejestrację akcji

[101] Stosownie do art. 8a ust 4 u.o.i.f. osoba wskazana podmiotowi prowadzącemu rachunek zbiorczy przez posiadacza tego rachunku jako osoba uprawniona z papierów wartościowych zapisanych na takim rachunku jest uważana na terytorium RP za osobę uprawnioną ze zdematerializowanych papierów wartościowych zapisanych na tym rachunku w liczbie wynikającej z tego wskazania.

[102] Tak: S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku...*, s. 308.

[103] W tym zakresie zob. szczególnie przepisy przejściowe nowelizacji k.s.h. warunkujące wezwania akcjonariuszy do złożenia akcji, które również objęły swym zakresem spółki publiczne, co było przedmiotem rozważań w rozdziale piątym.

w depozycie papierów wartościowych, a następnie utrzymał w mocy – tak jak dla wszystkich spółek akcyjnych – ponowny obowiązek dematerializacji w ramach rejestru akcjonariuszy. Choć, jak wskazano na wstępie do niniejszego rozdziału, problem ten potencjalnie może dotyczyć stosunkowo wąskiej liczby spółek akcyjnych, pozostaje krytycznie ocenić brak klarownej regulacji w tym zakresie.

Implikacje wyżej wskazanego rozwiązania mają charakter praktyczny i w zwarty sposób oddają obecny stan rzeczy. Spółka ATM S.A. 10 sierpnia 2020 r., działając na podstawie art. 91 u.o.p., podjęła jednomyślną uchwałę w sprawie wycofania z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW wszystkich akcji spółki, a także podjęcia wszystkich czynności w tym zakresie, tj. złożenia wniosku do KNF, czynności prawnych i faktycznych niezbędnych do wykluczenia z obrotu na rynku regulowanym GPW, a także wyrejestrowania akcji z KDPW wraz z rozwiązaniem umowy o uczestnictwo, zamknięciem kont depozytowych oraz wycofania ich z obrotu na rynku regulowanym[104]. Podjęte działania ze strony spółki skutkowały odpowiednio decyzją KNF[105], w której organ 29 września 2020 r. zezwolił na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym z dniem 19 października 2020 r., uchwałą GPW z 13 października 2020 r.[106] w tym zakresie potwierdzającą 19 października 2020 r. jako dzień wycofania akcji z obrotu i ostatecznie uchwałą KDPW z 21 października 2020 r.[107]

[104] Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariusza ATM S.A. z dnia 10 sierpnia 2020 r. w sprawie wycofania akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym, https://www.atman.pl/wp-content/uploads/2020/08/uchwaly-podjete-nwz-10-08-2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[105] Komunikat ws. decyzji podjętych przez Komisję Nadzoru Finansowego w dniu 29 września 2020 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_decyzji_KNF_29_09_2020_70880.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[106] Uchwała Nr 783/2020 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2020 r. w sprawie wycofania z obrotu na Głównym Rynku GPW akcji spółki ATM S.A., https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=110066&title=ATM+(Uchwa%C5%82a+Nr+783/2020) (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[107] Uchwała Nr 1062/2020 Zarządu Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. z dnia 21 października 2020 r., http://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Uchwaly/2020/1062-2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

określającą 23 października 2020 r. jako dzień wyrejestrowania akcji z depozytu papierów wartościowych. Równolegle oznaczało to wycofanie akcji z depozytu papierów wartościowych oraz rozwiązanie umowy o rejestrację tych akcji w depozycie papierów wartościowych. Powyższe działania ze strony spółki należy ocenić jako prawidłowe, jednakże należy pamiętać, że spółka w tym wypadku operowała nie tylko w obszarze rynku kapitałowego, lecz wciąż obowiązywały ją regulacje z zakresu prawa handlowego.

Stosownie do przytoczonych argumentów w rozdziale piątym należy podkreślić dwa aspekty. Istnieje obowiązek zwołania przez spółkę walnego zgromadzenia w celu podjęcia uchwały o wyborze systemu rejestracji jej akcji oraz podmiotu prowadzącego ten system – i obowiązek ten dotyczy wyłącznie spółek niepublicznych. Do 30 września 2020 r., na mocy nowelizacji k.s.h., wszystkie spółki akcyjne zobligowane były do ogłoszenia pierwszego wezwania w zakresie złożenia dokumentów w spółce. W celu zapewnienia zgodności z powyższym 10 września 2020 r. akcjonariusze ATM S.A., jeszcze spółki publicznej w tamtym okresie, podjęli uchwałę w sprawie wyboru podmiotu, który będzie prowadził rejestr akcjonariuszy po wycofaniu akcji spółki z depozytu papierów wartościowych prowadzonych przez KDPW[108]. Na dzień przed ustawowym terminem, stosownie do nowelizacji k.s.h., spółka ATM S.A. ogłosiła pierwsze wezwanie adresowane do akcjonariuszy w zakresie złożenia akcji w siedzibie spółki, aby przeprowadzić dematerializację akcji, opierając się na rejestrze akcjonariuszy[109].

Z uwagi na wejście w życie nowelizacji k.s.h. z dniem 1 marca 2021 r. powyższa sekwencja zdarzeń wydaje się być przeprowadzona we właściwy sposób, zarówno pod względem prawnym, jak i chronologicznym. Wątpliwość pojawia się jednak, gdy ocenia się *ratio legis* przepisów warunkujących powyższy przypadek. Choć należy podzielić aprobatę dla konstrukcji

[108] Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariusza ATM S.A. z dnia 10 września 2020 r. w sprawie wyboru podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy, https://www.atman.pl/wp-content/uploads/2020/09/akt-notarialny-10-09-2020_nwz.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[109] Zob. Raport bieżący ATM S.A. nr 38/2020 z dnia 29 września 2020 r. – Pierwsze wezwanie ATM S.A do złożenia dokumentów akcji oraz dokumentów warrantów subskrypcyjnych Spółki celem ich dematerializacji, https://www.atman.pl/inwestor/raporty/raporty-biezace/raport-biezacy-38-2020/ (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

warunkującej, co do zasady, powiązanie akcji spółki publicznej z depozytem papierów wartościowych, a akcji spółki niepublicznej z rejestrem akcjonariuszy, to w przypadku *delistingu* mamy do czynienia z sytuacją, w której spółka musi przejść procedurę wycofania akcji z depozytu, co w efekcie oznacza ich rematerializację, tak aby kilka tygodni później rozpocząć proces ich ponownej dematerializacji w innym reżimie – rejestru akcjonariuszy. Pomiędzy okresem wejścia w życie przepisów nowelizacji u.o.p. a nowelizacji k.s.h. oraz nowelizacji u.o.i.f. zabrakło rozwiązania legislacyjnego regulującego takie przypadki.

Podsumowując, w zakresie skutków dotyczących *delistingu* oraz decyzji KNF w tej materii, w odniesieniu do sfery podmiotowej oraz przedmiotowej, można poczynić następujący wniosek. Proces ten w istocie nie uległ fundamentalnej zmianie. Mimo że wciąż istnieją skutki natury przedmiotowej, dotyczące akcji i ich formy, nie stanowią one warunku niezbędnego do rezygnacji ze statusu spółki publicznej. Ustawodawca dokonał zabiegu przesunięcia środka ciężkości definicji w stronę skutków o charakterze podmiotowym, wiążąc nową definicję spółki publicznej z płaszczyzną rynku regulowanego (obrotu zorganizowanego). Decyzja administracyjna wydana przez KNF dotyczy zezwolenia na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym, a nie przywrócenia akcjom formy dokumentu, czyli zniesienia ich dematerializacji.

6.4. Rezygnacja ze statusu spółki publicznej wobec przyszłych zmian legislacyjnych

Rozwiązania legislacyjne aktualnie obowiązujące zawierają pewne niedoskonałości i wydaje się, że dopiero wraz z pełnym wejściem w życie nowelizacji k.s.h., w ocenie ustawodawcy, nastąpi przejście do nowego reżimu prawnego w zakresie dematerializacji akcji, również spółek publicznych. Wejście w życie przepisów nowelizacji k.s.h. zakończy też możliwość rematerializacji akcji w polskim porządku prawnym. Nowelizacja k.s.h., nie oceniając *ad meritum* jej słuszności w tym miejscu, wydaje się prezentować

pewne rozwiązania, które w praktyce będą miały odpowiednie zastosowanie w odniesieniu do tej regulacji.

Obecna regulacja jest prawidłowa i opiera się na sekwencji przedstawionej w niniejszym rozdziale. Tak jak udowodniono w rozdziale czwartym, proces legislacyjny – toczony równolegle w ramach nowelizacji k.s.h. oraz nowelizacji u.o.p. – nie został przeprowadzony w sposób właściwy[110]. Jest to szczególnie istotne z perspektywy omawianego zagadnienia. Zmiany należy ocenić wyjątkowo krytycznie w odniesieniu do planowanego brzmienia przepisów art. 91 u.o.p. W tym przypadku tło legislacyjne opiera się na szerszych zmianach, które będą wprowadzone od 1 marca 2021 r. na mocy nowelizacji k.s.h. oraz omówionych uprzednio przepisów nowelizacji u.o.p. Obie nowelizacje, choć prace nad nimi toczyły się równolegle, zdają się funkcjonować w odrębnych porządkach prawnych. Skutkuje to tym, że nowelizacja k.s.h., mimo wejścia w życie prawie półtora roku po przepisach nowelizacji u.o.p., odwoływała się do brzmienia u.o.p. sprzed wejścia w życie nowelizacji u.o.p. Efektem tego była planowana zmiana kolejności ustępów w art. 91 u.o.p., w tym przede wszystkim obowiązku wezwania *delistującego*, który uprzednio przewidziany był w art. 91 ust. 6 u.o.p., obecnie jest uregulowany w art. 91 ust. 5 u.o.p.[111]

Planowane zmiany w treści u.o.p. miały wejść w życie wraz z nowelizacją k.s.h. W nowym brzmieniu przepis art. 91 ust. 5 u.o.p. dotyczyłby umieszczenia w porządku obrad uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy, tym samym usunięty z treści przepisów u.o.p. zostałby przepis regulujący instytucję oraz obowiązek wezwania *delistującego*. Ustawodawca nie zrezygnował jednak z sąsiadujących przepisów regulujących m.in. cenę. Można stwierdzić, że nie był to zabieg intencjonalny, a kolejna omyłka legislacyjna[112]. Konsekwencje byłyby jednak poważne – teoretycznie możliwy byłby *delisting* z pominięciem wezwania *delistującego*, co byłoby z oczywistych przyczyn wyjątkowo niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych. W tym zakresie interweniowało Stowarzyszenie Inwestorów

[110] Szerzej: M. Tąkiel, *Pojęcie spółki…*, s. 44–46.

[111] Zob. M. Zmysłowska, *Gdzie legislacyjnych…*, s. 20.

[112] Por. J. Róg-Dyrda, M. Wierzbowski, *Wezwania do reformy, ale wcześniej do pilnej naprawy*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 16–17 stycznia 2021 r., s. 20.

Indywidualnych w formie petycji do Ministra Finansów, słusznie podkreślając, że nawet chwilowe istnienie luki w tym zakresie może stanowić pole do nadużyć i w konsekwencji nawet „wielomiliardowe straty"[113].

Problem ten został również dostrzeżony w projekcie nowelizacji u.o.p., przygotowanym i przekazanym przez KNF 28 września 2020 r., a opublikowanym 19 listopada 2020 r.[114] KNF, postulując szereg zmian wynikających z: „doświadczeń nadzorczych, wyroków SN oraz analizy rozwiązań przyjętych w UE", proponuje uproszczenie zasad przeprowadzania wezwań, jak i zwiększenie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Projekt KNF nie przewiduje zmian w zakresie konstrukcji wezwania *delistującego*, natomiast zmiany w projekcie zdają się mieć na celu przywrócenie prawidłowego stanu rzeczy, tj. art. 91 ust. 5 w poprzednim brzmieniu. Wnikliwa analiza projektu KNF wskazuje jednak na doprecyzowanie treści art. 91 ust. 5 i dostosowania do zmian objętych projektem, tj. art. 77–77f u.o.p. w nowym brzmieniu, a nie na motywację naprawy oczywistego błędu ze strony ustawodawcy. Wykładnia funkcjonalna potwierdza, że KNF zdawała się nie brać pod uwagę przepisów sąsiadujących z art. 91 ust. 5 w proponowanym pierwotnie przez nowelizację k.s.h. brzmieniu – w takim przypadku

[113] Zob. Petycja Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych w sprawie utrzymania obowiązku przeprowadzenia wezwania delistującego, https://www.sii.org.pl/static/img/013674/2020-06-19_petycja_do_przepisow_o_wezwaniach_delistinguj--cych.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[114] Zob. KNF, *Zmiany ustawy o ofercie w zakresie wezwań – propozycje UKNF (projekt)*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Projekt_zmian_UKNF_dot_wezwan_na_sprzedaz_akcji_71487.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.). Główne założenia projektu KNF obejmują m.in.: ustanowienie progu w wysokości 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu jako progu przejęcia kontroli rodzącego obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji; ukształtowanie jednolitego modelu wezwania obligatoryjnego jako wezwania następczego; rezygnacja z innych progów, przy jednoczesnym utrzymaniu wezwania związanego z wycofaniem akcji z obrotu na rynku regulowanym lub z alternatywnego systemu obrotu oraz wprowadzenie mechanizmu wezwania dobrowolnego na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej. Ogłoszenie dobrowolnego wezwania uprzedniego będzie stanowiło alternatywę względem obligatoryjnego wezwania następczego. Przekroczenie progu 50% w wyniku wezwania dobrowolnego będzie zwalniało z obowiązku ogłoszenia wezwania następczego.

w projekcie KNF zaadresowana byłaby również kwestia umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały *delistującej*.

Ostatecznie ustawodawca zdecydował się na odważny, pod względem legislacyjnym, zabieg. Stosownie do uzasadnienia nowelizacji u.o.i.f. ustawodawca stwierdził, że zmiany wprowadzone nowelizacją k.s.h. oraz nowelizacją u.o.p. powstały: „wskutek odrębnie prowadzonych prac legislacyjnych, których wynikiem są »nakładające się na siebie« zmiany przepisów"[115]. Ten niewątpliwie słuszny wniosek należy jednak ocenić również pod kątem reakcji ustawodawcy na sygnalizowane w tym rozdziale problemy. Była to odpowiedź zbyt późna. Sam proces legislacyjny nowelizacji u.o.i.f. pozostawia wiele do życzenia pod kątem transparentności i zapewnienia odpowiedniego toku prac legislacyjnych[116]. Nowelizacja u.o.i.f., ogłoszona jako projekt z 9 lipca 2020 r., pierwotnie miała na celu wyłącznie dostosowanie krajowych przepisów w związku z wejściem przepisów UE w zakresie Europejskich Urzędów Nadzoru (ang. *European Supervisory Agencies*, ESAs)[117]. Punkt zwrotny procesu legislacyjnego nastąpił w grudniu 2020 r., gdy opublikowano kolejną wersję projektu nowelizacji u.o.i.f. z 10 grudnia 2020 r., której zakres przedmiotowy został znacznie rozszerzony i zawiera m.in. przepisy zmieniające brzmienie art. 91 u.o.p.[118]

[115] Zob. Uzasadnienie rządowego projektu o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (druk nr 868 z dnia 7 stycznia 2021 r.), s. 10.

[116] Należy jednak doprecyzować twierdzenie J. Róg-Dyrdy oraz M. Wierzbowskiego, że: „żaden z projektów ustaw okołorynkowych, które leżą w Sejmie lub nad którymi pracuje Rada Ministrów in gremio, nie zawiera stosownej łatki". Powyższe doskonale uwidacznia, że prawdopodobnie w tym wypadku chęć naprawy sygnalizowanych błędów przez ustawodawcę była tak duża, że tempo prac legislacyjnych okazało się szybsze od cyklu wydawniczego ogólnopolskiego dziennika. Stosowna „łatka" została zaproponowana przez ustawodawcę nieznacznie wcześniej przed datą publikacji cytowanego artykułu. J. Róg-Dyrda, M. Wierzbowski, *Wezwania do reformy...*, s. 20.

[117] Na ESAs składają się Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz Europejski Urząd Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA). Urzędy powstały jako odpowiedź na kryzys finansowy lat 2007–2008, a ich celem jest zrównoważone wzmocnienie stabilności i efektywności systemu finansowego w UE oraz poprawa ochrony konsumentów i inwestorów.

[118] Podkreślić należy, że z uwagi na znacznie rozszerzony zakres proponowanej nowelizacji u.o.i.f. ustawodawca rozdzielił nawet proces legislacyjny na dwa odrębne procesy, przy za-

Można wstępnie przyjąć założenie, że nowelizacja u.o.i.f. zasadniczo eliminuje nowe brzmienie art. 91 u.o.i.f., które zostało uchwalone wraz z art. 9 nowelizacji k.s.h. w 2019 r. i miało obowiązywać od 1 marca 2021 r. Podkreślić należy, że jest to reakcja spóźniona, aczkolwiek całkowicie uzasadniona i słuszna. Wycofanie akcji z obrotu zorganizowanego od 1 marca 2021 r. będzie zatem ewolucją obecnego stanu prawnego, a nie całkowitą rewolucją w tym zakresie.

Nowelizacja u.o.i.f. uzupełniła art. 91 ust. 2 u.o.p. o zdanie drugie, zgodnie z którym z chwilą wycofania lub wykluczenia akcji uważa się je za zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych na podstawie art. 328[11] k.s.h. w nowym brzmieniu, a w przypadku akcji zarejestrowanych w systemie depozytowym prowadzonym przez spółkę, której KDPW przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1–6 u.o.i.f. – za zarejestrowane w tym systemie. Powyższe należy ocenić jako rozwiązanie właściwe i konsekwentne – skoro art. 328 k.s.h. w nowym brzmieniu przesądzi o tym, że akcje nie mają formy dokumentu, to powyższe ureguluje ich sytuację w odniesieniu do wskazanych przypadków. Ustawodawca twierdzi, że zarejestrowanie akcji w depozycie papierów wartościowych: „stworzy akcjonariuszom możliwość obrotu akcjami poza obrotem zorganizowanym na podstawie przepisów k.s.h."[119]. Uzasadnienie to nie wydaje się prawidłowe. Warto zaznaczyć, że akcje wciąż pozostaną zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych i ich obrót – zapis, jak i rozporządzanie nimi podlegać będą wciąż przepisom u.o.i.f., a nie k.s.h.[120] Tak jak uprzednio wskazano, są to dwa odrębne reżimy.

Drugim novum, które zostanie zaimplementowane, będą przepisy regulujące rozwiązanie umowy o rejestrację akcji. Stosownie do art. 91 ust. 11 u.o.p. w nowym brzmieniu KDPW lub spółka, której przekazano zadania, może rozwiązać umowy o rejestrację akcji w drodze jednostronnego oświadczenia woli. Mechanizm, który pierwotnie został zaproponowany

chowaniu tego samego numeru (33) w wykazie prac legislacyjnych. Por. https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12335752/katalog/12699135#12699135 (dostęp: 20 lutego 2020 r.) oraz https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12341805 (dostęp: 20 lutego 2021 r.). W ocenia autora zabiegi legislacyjne o powyższym charakterze należy poddać krytyce.

[119] Zob. Uzasadnienie u.o.i.f..., s. 11.

[120] M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 185.

w nowelizacji k.s.h., tj. art. 92a u.o.p., został przez nowelizację u.o.i.f. przeniesiony do treści art. 91 ust 14 u.o.p. Spółka będzie mogła rozwiązać umowę zawartą z KDPW o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych w przypadku wycofania akcji z obrotu zorganizowanego, wykluczenia z takiego obrotu albo podjęcia przez walne zgromadzenie spółki, niebędącej spółką publiczną, uchwały o rejestracji akcji w rejestrze akcjonariuszy, o którym mowa w art. 328[1] § 1 k.s.h. Jest to niewątpliwie rozwiązanie właściwe, mitygujące ryzyka opisane w niniejszym rozdziale. Wyrejestrowanie akcji z depozytu papierów wartościowych będzie następowało po rozwiązaniu umowy z KDPW. Przyszła regulacja pozornie wydaje się być bardziej przejrzysta od obecnej, szczególnie pod kątem celowości przepisów, jak i ich praktycznego stosowania. Nowelizacja u.o.i.f., w nowym brzmieniu art. 91 ust. 15 u.o.i.f., zawiera również elementy ułatwiające i usprawniające identyfikację akcjonariuszy w przypadku wycofania lub wykluczenia akcji z obrotu na rynku regulowanym, ASO lub podjęcia uchwały o rejestracji akcji w rejestrze akcjonariuszy.

6.5. Wnioski

Rezygnacja ze statusu spółki publicznej jest w swej naturze zjawiskiem odwrotnym do przedstawionego w rozdziale czwartym – uzyskania tego statusu wynikającego z procesu IPO. Choć zakres omawianego tematu dotyczy polskiej spółki publicznej, notowanej wyłącznie na rynku regulowanym GPW, należy zaznaczyć, że funkcjonuje wiele modeli zaistnienia w obrocie zorganizowanym (ang. *listing*), natomiast wciąż w tym przypadku wykorzystywana jest zasadniczo jedna procedura dobrowolnej rezygnacji z tego statusu (ang. *delisting*). *Delisting* jest jednak innym procesem, także pod względem biznesowym i wizerunkowym. Tak jak w wypadku *going dark*, podczas *delistingu* nie ma już błysku fleszy, uroczystej ceremonii na GPW i symbolicznego rozbrzmienia dzwonu – jak w procesie IPO. Pomimo bezprecedensowego wzrostu liczby *delistingów* na świecie zapowiadany już trzydzieści lat temu „koniec spółki publicznej" wciąż nie nastąpił[121].

[121] Szerzej: M. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review 1989 (b),

Nowelizacja u.o.p. wprowadziła pewne modyfikacje w zakresie treści przepisów art. 91 u.o.p., lecz należy wyraźnie zaznaczyć, że nie zmieniło to istoty tej instytucji. *Delisting* wciąż pozostaje zasadniczo oparty na wezwaniu *delistującym*, uchwale walnego zgromadzenia oraz zgodzie administracyjnej KNF, która warunkuje decyzje GPW oraz KDPW.

Zmiana o charakterze fundamentalnym dotyczy jednak przede wszystkim sfery pojęciowej – rezygnacja ze statusu spółki publicznej wynika bezpośrednio z jej nowej definicji opartej na kryterium rynku regulowanego (w ramach obrotu zorganizowanego) i warunkowana jest zgodą KNF dotyczącą udzielenia zezwolenia na wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym. Nowa regulacja pozwala również na uporządkowanie sytuacji dotyczącej poprzednio istniejących spółek, które posiadały akcje zdematerializowane, lecz nie funkcjonowały w obszarze obrotu zorganizowanego.

Ustawodawca, słusznie rezygnując z pojęcia rematerializacji akcji – określanej mianem zniesienia ich dematerializacji w odniesieniu do spółki publicznej, zdecydował się jednak na niefortunny zabieg legislacyjny polegający na braku koordynacji pomiędzy dwiema fundamentalnymi nowelizacjami obejmującymi zarówno prawo rynku kapitałowego, jak i prawo spółek. Skutkiem tego było niedopracowanie obecnych przepisów pod kątem funkcjonalnym oraz planowane wejście w życie dalszych zmian, które – jeśli weszłyby w życie zgodnie z pierwotnym planem – miałyby zdecydowanie negatywny wpływ na obrót giełdowy w Polsce. Powyższe pozwala na sformułowanie następującego wniosku końcowego – wydaje się, że działań ustawodawcy w zakresie nowelizacji u.o.p. oraz nowelizacji k.s.h. nie można określić mianem konsekwentnych i uporządkowanych, a także powstałych w zgodzie z poprawnymi zasadami legislacji. Interpretacja obecnych przepisów mogła powodować wrażenie, że mają one charakter intertemporalny – kierunek zmian jest słuszny. Za właściwe należy uznać wprowadzone tuż przed wejściem w życie nowelizacji k.s.h. zmiany uszczegółowione w treści nowelizacji u.o.i.f. Gdyby przepisy art. 91 u.o.p. nie zostały poddane zmianie w zakresie przywrócenia obowiązku ogłoszenia wezwania *delistującego*, moglibyśmy mieć po raz kolejny do czynienia z sytuacją, gdy w odniesieniu do spółki publicznej ponownie nastąpiłaby definicja unikalna w sensie

vol. 67, nr 5, s. 61–74.

negatywnym, tym razem w stosunku do wezwania *delistującego*. Poprzedni tego typu przypadek dotyczył definicji spółki publicznej i powiązania jej z dematerializacją akcji.

7. UWAGI KOMPARATYSTYCZNE

7.1. Wprowadzenie

Rozważania prawnoporównawcze w zakresie spółki publicznej powinny być oparte na zasadniczych założeniach – z jednej strony o zbliżonym kształcie kryterium definicyjnego, a z drugiej o niejednolitości definicyjnej w jego obrębie.

Zabieg konstrukcyjny oparcia kryterium definicji spółki publicznej na dematerializacji jej akcji wraz ze zmianą brzmienia art. 4 pkt 20 u.o.p. słusznie został zastąpiony poprzez nowe kryterium. Poprzednią definicję, za K. Oplustilem, można określić ewenementem w skali europejskiej, zarówno na poziomie ustawodawstwa UE, jak i poszczególnych krajów[1]. Podkreśla się również brak funkcjonalnego powiązania spółki publicznej z określonym segmentem obrotu, a nie postacią jej akcji[2]. Obecny kierunek zmian legislacyjnych nie warunkuje dalszej analizy prawnoporównawczej znowelizowanej definicji spółki publicznej na podstawie kryterium dematerializacji, choć w odniesieniu do jednej jurysdykcji zaadresowane będą również wnioski z tego zakresu o naturze komparatystycznej. Jak ujmuje A. Chłopecki, zmiana definicji spółki publicznej jest jednym z nielicznych przypadków westernizacji, a nie orientalizacji przepisów prawa polskiego[3]. Wydaje się zatem, że uwarunkowana tym samym pozostaje dalsza analiza spółki publicznej w kontekście określenia, czy kryterium definicyjne przyjęte przez polskiego ustawodawcę może być uznane za słuszne.

[1] K. Oplustil, *Instrumenty*..., s. 122.
[2] M. Glicz, *Spółka publiczna*..., s. 73.
[3] A. Chłopecki, [w:] K. Bilewska, A. Chłopecki, *Prawo handlowe*..., s. 236.

7.2. Spółka giełdowa

7.2.1. Spółka giełdowa w prawie polskim

Na gruncie poprzedniego stanu prawnego, w celu umożliwienia analizy pojęciowej, jak i komparatystycznej, pojawiały się postulaty o wykorzystywanie terminu spółki giełdowej jako właściwego – zabieg ten powodował odcięcie pojęciowe od definicji uprzednio zaproponowanej przez ustawodawcę[4]. Z perspektywy funkcjonalnej był on niewątpliwie słuszny, natomiast dosadnie uwypuklał wady rodzimego rozwiązania legislacyjnego, szczególnie w kontekście analizy prawnoporównawczej.

Nowelizacja u.o.p. od 3 września 2020 r. wprowadziła jednak definicję spółki giełdowej na grunt prawa polskiego, konkretnie do Działu IIIA u.o.i.f. i art. 68i–68n. W myśl brzmienia art. 68i ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. rodzimy ustawodawca definiuje spółkę giełdową jako spółkę z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego UE, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub na zagranicznym rynku regulowanym. Teoretycznie zatem spółka giełdowa mogłaby stać się rozwiązaniem o charakterze uniwersalnym, będącym właściwą odpowiedzią na liczne postulaty legislacyjne, sygnalizowane uprzednio na łamach niniejszej pracy. Tak się jednak nie stało – ustawodawca przewidział inny wymiar funkcjonalny definicji spółki giełdowej w prawie polskim, opierając ją na trzech głównych filarach.

Pierwszym z nich jest rynek regulowany, określony już wcześniej jako właściwy segment obrotu zorganizowanego dla spółki giełdowej. Spółka, której choć jedna akcja dopuszczona jest do obrotu na rynku regulowanym, ma zatem przymiot spółki giełdowej. Obecna definicja spółki publicznej obejmuje swym zakresem obie płaszczyzny obrotu zorganizowanego, tj. rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu.

Drugi filar odnosi się do zakresu terytorialnego definicji. Spółka giełdowa, w rozumieniu przepisów u.o.i.f., obejmuje spółki z siedzibą

[4] Tak. m.in. M. Zmysłowska, *Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych...*, s. 22–23 oraz J. Akimenkow, *Spółka giełdowa a spółka publiczna – podstawy normatywne dystynkcji oraz koncepcje reformy nominałowego kapitału zakładowego*, PPH 2018, nr 9, s. 55 i n.

na terytorium państwa członkowskiego, których akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym lub, co istotne, na zagranicznym rynku regulowanym. Naturalnie zakres ten jest szerszy aniżeli definicja spółki publicznej, ograniczona podmiotowo do terytorium RP – jako regulacji w odniesieniu do obrotu zorganizowanego.

Ostatni, charakterystyczny dla spółki giełdowej filar wynika z zastosowania wykładni systemowej w celu wzajemnej analizy pojęć – spółka publiczna oraz spółka giełdowa. Termin spółka publiczna niezmiennie pozostaje centralnym pojęciem o newralgicznym charakterze, występującym na gruncie polskiego prawa prywatnego, jak i prawa publicznego. Pojęcie spółki giełdowej, w myśl art. 68i ust. 1 u.o.i.f., powinno być stosowane w odniesieniu do siatki pojęciowej Działu IIIA u.o.i.f., regulującego swym zakresem identyfikację akcjonariuszy, przekazywanie informacji akcjonariuszom oraz ułatwianie wykonywania im praw. Problematyka ta, sygnalizowana już w rozdziale trzecim jako argument świadczący o rozróżnieniu zakresowym pomiędzy dwiema płaszczyznami obrotu zorganizowanego, oznacza, że spółka giełdowa może wystąpić z żądaniem przekazania jej aktualnych informacji o akcjonariuszach do dowolnego pośrednika prowadzącego rachunki papierów wartościowych lub rachunki zbiorcze na terytorium RP. Spółka giełdowa może zatem gromadzić te informacje za pośrednictwem KDPW i tzw. „słowniczek" Regulaminu KDPW odsyła wprost do art. 68i ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. w zakresie definicji spółki giełdowej. Niezwykle istotny jest fakt, że ustawodawca wprowadził definicję spółki giełdowej w celu identyfikacji akcjonariuszy spółek z rynku regulowanego, pomijając całkowicie alternatywny system obrotu. Skutkiem tego jest także, jak się wydaje, ograniczenie zakresowe definicji spółki giełdowej wyłącznie do Działu IIIA u.o.i.f., co w praktyce nie warunkuje dalszej analizy tej definicji, również pod kątem komparatystycznym.

W tym zakresie należy podkreślić jednak jedną zależność. Polski ustawodawca, zrywając z anonimowością akcjonariuszy, zarówno w spółce akcyjnej – w ramach nowelizacji k.s.h., jak i w spółce giełdowej – stosownie do nowelizacji u.o.p., zdaje się nie uwzględniać, że cecha anonimowości leży przecież u podstaw nazewnictwa spółek w innych systemach prawnych, jak

np. *société anonyme* we Francji, *sociedad anónima* w Hiszpanii[5]. Co więcej, obie nowelizacje wprowadzają łącznie cztery różniące się między sobą standardy informacyjne w spółkach akcyjnych: spółki giełdowe, pozostałe spółki publiczne, spółki niepubliczne, których akcje będą zapisane w rejestrze akcjonariuszy, oraz spółki niepubliczne, których akcje zarejestrowane będą w ramach depozytu papierów wartościowych[6]. Metodologię działań polskiego ustawodawcy w powyższym zakresie można określić jako teoretycznie kompleksową, a w praktyce niezwykle wybiórczą.

7.2.2. Spółka giełdowa w prawie europejskim

Spółka giełdowa nie została zdefiniowana na gruncie prawa europejskiego. Choć w treści przepisów dyrektywy 2001/34/WE w sprawie dopuszczenia[7] podkreśla się aspekt „oficjalnego notowania na giełdzie" – obecnie definicyjny środek ciężkości związany z dopuszczeniem do obrotu został przeniesiony na grunt dyrektywy MIFID II oraz rozporządzenia MIFIR[8]. Z perspektywy historycznej podkreśla się, że pojęcie spółki publicznej także nie występowało, ani nie występuje obecnie, i próżno było szukać takiej definicji w dyrektywie 2001/34/WE w sprawie dopuszczenia, rozporządzeniu 809/2004, dyrektywie prospektowej, czy dyrektywie 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia. Zamiast tego stosowano określenia dotyczące „spółek, których wszystkie lub niektóre papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym" bądź „spółek będących przedmiotem

[5] M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 73.

[6] Tak: J. Dąbrowska, *Identyfikacja akcjonariuszy w spółkach akcyjnych*, PPH 2021, nr 2, s. 23. Autorka także podnosi uzasadniony argument świadczący o tym, że mechanizm identyfikacji akcjonariuszy jest sprzeczny z genezą spółki akcyjnej.

[7] Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE L 184 z dnia 6 lipca 2001 r., s. 1, ze zm.).

[8] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 84, ze zm.). Zob. N. Moloney, *EU Securities and Financial...*, s. 50 oraz I. Gębusia, *Zmiany w regulacji rynku instrumentów finansowych...*, s. 31 i n.

oferty, jak również emitenta i papierów wartościowych objętych publiczną ofertą lub papierów wartościowych, które mają być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym"[9].

Trafny jest zatem wniosek, że tworząc ramy europejskiego prawa spółek, ustawodawca unijny założył istnienie przepisów odnoszących się do innej kategorii spółek, tj. spółek giełdowych, oraz fakt istnienia odmiennych przepisów o charakterze materialnoprawnym charakterystycznych dla poszczególnych krajów, które odnoszą się do tych spółek[10]. Prawo rynku kapitałowego na poziomie europejskim wskazuje zatem na fakt dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, połączony z przeprowadzeniem oferty publicznej jako kryterium definicyjne odnoszące się do spółki giełdowej w nomenklaturze ogólnej i spółki publicznej w rozumieniu krajowym[11]. Tak jak wskazano w rozdziale drugim, na poziomie prawa unijnego pojęcie rynku regulowanego zostało zdefiniowane w art. 4 ust. 1 pkt 21 dyrektywy MIFID II, zgodnie z którym rynek regulowany oznacza system wielostronny prowadzony lub zarządzany przez operatora rynku, który kojarzy bądź ułatwia kojarzenie wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie – w systemie i zgodnie ze swoimi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu obejmującego instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu, zgodnie z jego zasadami lub systemami, oraz który posiada zezwolenie i funkcjonuje w sposób systematyczny, zgodnie z przepisami tytułu III dyrektywy MIFID II.

7.3. Spółka publiczna w wybranych jurysdykcjach

Względna jednolitość pojęcia rynku regulowanego na terenie UE, wynikająca wprost z treści dyrektywy MIFID II, pozwala na przyjęcie następujących założeń badawczych natury komparatystycznej. Z uwagi na zakres badawczy za konieczne należało uznać znalezienie właściwych tożsamych

[9] Zob. M. Michalski, *Spółki...*, s. 66–67.

[10] Tak: M. Zmysłowska, *Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych...*, s. 22.

[11] Por. N. Moloney, *EU Securities and Financial...*, s. 50 oraz K. Oplustil, *Instrumenty...*, s. 122.

płaszczyzn i dokonanie adekwatnego doboru badanych systemów prawnych. Analiza komparatystyczna w tym przypadku powinna uwzględniać możliwie szerokie spektrum badawcze pod względem funkcjonalnym, przy jednoczesnym podkreśleniu specyfiki rozwiązań charakterystycznych dla wybranych porządków prawnych. W literaturze polskiej dostępne są zwięzłe analizy prawnoporównawcze wybranych europejskich jurysdykcji w odniesieniu do spółki publicznej i jej związku z polską definicją opartą na kryterium dematerializacji. Obejmują one w ograniczonym ujęciu m.in.: prawo niemieckie, francuskie, włoskie, szwajcarskie, a także rosyjskie[12]. Aspekty historyczne dotyczące regulacji niemieckich, jak i francuskich w zakresie dematerializacji zostały szeroko omówione w rozdziale pierwszym i z uwagi na brak powiązania definicyjnego w odniesieniu do dematerializacji akcji jako tego kryterium – w ocenie autora mogą nie okazać się atrakcyjne, zarówno pod względem badawczym, jak i konstrukcyjnym. Literatura amerykańska, jak i rozwiązania zaczerpnięte z anglosaskiego systemu są prezentowane w obszarze całego wywodu, warunkując niekiedy jego konstrukcję, a częściej terminologię, jaka jest wykorzystywana.

Istnieją cztery powody uzasadniające wybór Wielkiej Brytanii oraz Republiki Indii jako dwóch jurysdykcji pod kątem dalszych badań.

Po pierwsze, Wielka Brytania jako członek UE od 1973 do 2020 r. przez prawie czterdzieści lat wypracowała regulacje prawa spółek oraz rynku kapitałowego, łącząc zarówno system oparty na prawie precedensu, jak i regulacji europejskich. Oba te aspekty pozwalają na ocenę zaproponowanych rozwiązań w odniesieniu do prawodawstwa kraju, który choć przynależąc do UE, niekiedy był pod tym względem poza jej centrum, nie tylko geograficznie, lecz również pod kątem zastosowanych rozwiązań prawnych Wielka Brytania będzie zatem stanowiła łącznik dekompozycyjny pomiędzy prawem UE i jego definicjami a krajowym porządkiem prawnym, który wraz z wystąpieniem tego państwa z UE ulega obecnie zmianom. Obrazuje to rozpoczęty w listopadzie 2020 r. *UK Listing Review*. Proces ten oparty jest na przeglądzie ustawodawstwa brytyjskiego w zakresie rynku kapitałowego i ma na celu utrzymanie przez Wielką Brytanię czołowej pozycji wśród ośrodków bankowo-finansowych. Możliwość kształtowania

[12] M. Michalski, *Spółki...*, s. 66–67 oraz M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 74 i n.

własnego ustawodawstwa ma pozwolić na redefinicję reżimu prospektowego, jak i wprowadzenie atrakcyjnych reguł w zakresie SPACs (ang. *Special Purpose Acquisition Company*), wehikułów inwestycyjnych bazujących na alternatywnym modelu zaistnienia w obrocie publicznym.

Po drugie, zbliżony do powyższego schemat będzie zastosowany w odniesieniu do Indii, lecz w obrębie innej płaszczyzny. System prawny Indii oparty, w szczególności w odniesieniu do regulacji prawa spółek oraz prawa giełdowego, m.in. na brytyjskich rozwiązaniach *common law* stanowi płaszczyznę pomiędzy tymi dwoma krajami i rozwiązaniami prawnymi. Kraj ten w ostatnich latach przeszedł kompleksową reformę prawa spółek, w tym również prawa spółek publicznych, obejmującą dematerializację ich akcji. Przedstawienie tego procesu pozwoli nie tylko na kompleksową ocenę regulacji definicyjnych spółki publicznej, lecz także na jednoczesną analizę rozwiązań w zakresie dematerializacji w odniesieniu do spółek publicznych.

Po trzecie, za analizą tych dwóch porządków prawnych przemawia również argument natury praktycznej i ekonomicznej. W odniesieniu do omawianego zakresu przedmiotowego, w ocenie autora, analiza komparatystyczna powinna uwzględniać nie tylko aspekty teoretycznoprawne, lecz również ich praktyczne implikacje. Konieczna jest też odpowiednia skala porównawcza. Opierając się na danych źródłowych Światowej Federacji Giełd (ang. *World Federation of Exchanges*, WFE) za 2019 r.[13], można poczynić następujące wnioski. Na koniec 2019 r. wśród największych giełd na świecie znajdowała się londyńska LSE z kapitalizacją spółek krajowych o wartości 4,2 bln USD. Była to jednocześnie druga największa wartość wśród giełd europejskich. GPW, z kapitalizacją na poziomie 150 mld USD, zajęła ósme miejsce w Europie, pozostając największą giełdą w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Powyższe w pełni warunkuje rynek brytyjski jako właściwy kierunek pod względem badawczym. Co więcej, w tym samym rankingu kolejno na dziesiątym oraz na jedenastym miejscu na świecie sklasyfikowano dwie giełdy indyjskie – BSE (ang. *Bombay Stock Exchange*) z kapitalizacją na poziomie 2,2 bln USD oraz NSE (ang. *National Stock*

[13] Zob. World Federation of Exchanges, *The WFE Statistics Team, 2019 Annual Statistics Guide*, https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/WFE%20Annual%20Statistics%20Guide%202019%20v7.xlsx (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Exchange) z kapitalizacją na poziomie 2,2 bln USD. Powyższe oznaczałoby, że rodzimy rynek giełdowy w tym okresie był trzydziestokrotnie mniejszy od brytyjskiego lub indyjskiego, lecz stwierdzenie to byłoby zbytnim uproszczeniem. Klasyfikacja Światowej Federacji Giełd uwzględnia konkretne giełdy, rozumiane jako spółki, a nie jako kraje. Co więcej, poszczególne giełdy mogą również, w ramach grupy, nabywać akcje innych giełd, czego efektem jest np. grupa Euronext, największa giełda w Europie, będąca operatorem rynku m.in. w Amsterdamie i Paryżu, która była również przez prawie dekadę powiązana kapitałowo z NYSE. Na zbliżonej zasadzie ogłoszone zostało przez GPW porozumienie z Centralnym Bankiem Armenii w sprawie negocjacji zakupu udziałów w Armeńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Erywaniu (ang. *Armenia Securities Exchange*, AMX). Szacowana wartość tej inwestycji może wynieść około 4 mln PLN[14], co w ocenie autora nie wymaga szerszego rozwinięcia na tym etapie analizy.

7.3.1. Wielka Brytania

Historycznie rzecz biorąc, w Wielkiej Brytanii już od 1985 r. nastąpiło rozróżnienie na dwie odrębne kategorie spółek, *public company*, którą można w uproszczeniu przetłumaczyć jako spółkę publiczną i wobec której nałożony był wymóg zebrania podwyższonego kapitału zakładowego w wysokości 50 tys. GBP, m.in. poprzez ofertę publiczną, oraz *limited company*, spółkę prywatną[15]. Ustawodawca brytyjski wprost podkreślał, że wprowadzenie Companies Act 1985[16] było wyraźnym krokiem w kierunku dychotomii spółki publicznej oraz celem tego podziału jest wyraźne rozgraniczenie tych dwóch kategorii, a głównym kryterium dystynkcji między tymi dwoma spółkami była oferta publiczna[17].

[14] W 2019 r. na rynku akcji w Armenii dokonano jedynie 65 transakcji giełdowych. Zob. P. Tychmanowicz, *Armenia nowym kierunkiem dla GPW*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 19–20 września 2020 r., s. 5.

[15] Dodatkową kategorią była *publicly owned company*, oznaczająca spółki z sektora publicznego. Zob. M. Michalski, *Spółki…*, s. 64.

[16] The Companies Act 1985 (1985 ch. 6).

[17] Zob. Department of Trade and Industry, *Company Law Reform*, Norwich 2005, s. 47–48.

Szereg istotnych zmian w brytyjskim prawie spółek był wynikiem implementacji regulacji unijnych do krajowego porządku prawnego[18]. Aspekt ten, tak samo jak w RP, dotyczył wielu dyrektyw unijnych, w tym m.in. dyrektywy 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia, jak również dyrektywy 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy[19]. Zerwano z dotychczasowym wymogiem uzyskania zgody rejestrowej na prowadzenie działalności przez spółkę publiczną – co w efekcie stanowiło o dwuetapowym modelu powołania do życia spółki publicznej[20]. W sekcji czwartej Companies Act 2006[21] dokonano wyraźnego podziału na dwa typy spółek – spółkę publiczną oraz spółkę prywatną. Ta ostatnia jest każdą spółką, która nie jest spółką publiczną – to rozwiązanie na poziomie ustawowym zbliżone do obecnej konstrukcji spółki niepublicznej w prawie polskim.

Spółka publiczna, stosownie do Companies Act 2006, posiada ograniczoną odpowiedzialność (ang. *company limited by shares*, w odniesieniu do spółki akcyjnej). Musi być określona tym terminem w powołującym ją statucie i spełniać dodatkowe wymogi rejestracyjne[22]. Spółka prywatna, rozumiana jako LTD (ang. *Limited*), różni się od spółki publicznej typu PLC (ang. *Public*) tym, że nie może publicznie ofertować swoich akcji lub udziałów[23]. Naturalnie dalsze różnice pomiędzy spółką publiczną a spółką prywatną występują w zakresie dodatkowych wymogów związanych z funkcjonowaniem ich w obrocie gospodarczym, jak i na etapie ich zaistnienia[24].

Zgodnie z powyższym pojęcie spółki publicznej nie musi zatem warunkować jej uczestnictwa w obrocie zorganizowanym na giełdzie papierów wartościowych[25]. W Companies Act 2006 zdecydowano się na dalsze

[18] Szerzej: A. Reisberg, *Corporate Law in the UK after Recent Reforms: The Good, the Bad and the Ugly*, Current Legal Problems 2010, vol. 63, s. 315–374.

[19] M. Michalski, *Spółki...*, s. 66–67.

[20] M. Andedas, F. Wooldridge, *European Comparative Company Law*, Cambridge 2009, s. 54.

[21] The Companies Act 2006 (2006 ch. 46).

[22] Zob. S. Sheikh, *A Guide to the Companies Act 2006*, Abingdon 2008, s. 175.

[23] Zob. Department of Trade and Industry, *Company Law...*, s. 47–48; P. Davies, J. Rickford, *An Introduction to the UK Companies Act*, European Company and Financial Law Review 2008, vol. 5, nr 1, s. 54.

[24] Zob. M. Andedas, F. Wooldridge, *European Comparative...*, s. 54 i n.

[25] Por. M. Michalski, *Spółki...*, s. 66–67 oraz M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 74.

rozróżnienie tych kategorii, w efekcie czego spółka publiczna może być klasyfikowana jako *traded company*, *quoted company*, a także *listed company*[26].

Kategoria spółki *traded company* jest ściśle związana z wykonywaniem praw akcjonariuszy i dyrektywą 2007/36/WE w sprawie praw akcjonariuszy. Stosownie do Companies Act 2006 odnosi się tym samym do spółek, których akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym w EOG, choć w związku z wystąpieniem Wielkiej Brytanii z UE planowane jest ograniczenie zakresowe definicji wyłącznie do obszaru Wielkiej Brytanii, po zakończeniu okresu przejściowego[27]. „Spółka notowana" funkcjonująca jako *quoted company* rozumiana jest zgodnie z sekcją 385 (2) Companies Act 2006 jako spółka, której akcje dopuszczone są do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych bądź dopuszczone są do obrotu na *New York Stock Exchange* albo na NASDAQ, bądź zostały wpisane na tzw. listę oficjalną (ang. *official list*), zgodnie z postanowieniami Financial Services and Markets Act z 2000[28]. Kategoria spółek obejmująca *listed companies* nie została zdefiniowana w Companies Act 2006[29], wywodzi się z regulacji rynku kapitałowego, w tym m.in. tzw. „słowniczka" terminów stosowanego przez brytyjski *Financial Conduct Authority*. Odnosi się do dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym *London Stock Exchange*, w ramach tzw. rynku głównego (ang. *Main Market*)[30]. Proces IPO w tym wypadku wymaga zgody brytyjskiego organu regulacyjnego (ang. *Financial Services Authority*).

W literaturze podkreśla się liczne wątpliwości związane z powyższym i fakt, że termin *listing,* oznaczający powszechnie dopuszczenie do obrotu giełdowego, w prawie brytyjskim przyjął nieco inne znaczenie[31].

[26] S. McLaughlin, *Unlocking Company Law*, Abingdon 2013, s. 37 i n.

[27] Zob. Department for Business, Energy & Industrial Strategy, *EU Exit and Company Law*, https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/916656/eu-exit-company-law-guidance.pdf#page=9&zoom=100,57,234 (dostęp: 20 lutego 2021 r.), s. 9.

[28] Financial Services and Markets Act 2000 (2000 ch. 8).

[29] Tak: L. Roach, *Company Law Concentrate: Law Revision and Study Guide*, Oxford 2016, s. 10–11.

[30] Podkreślić należy, że nie jest to jedyny segment rynku regulowanego w Wielkiej Brytanii.

[31] Zob. S. McLaughlin, *Unlocking Company Law...*, s. 39.

W praktyce problematyka ta jest zbliżona do aktualnych zagadnień prawa polskiego. Wydaje się jednak, że ustawodawca brytyjski niedostatecznie ostro rozgraniczył terminy definicyjne, nie tylko spółki publicznej, ale przede wszystkim właściwej płaszczyzny obrotu. Problematyka brytyjskiego rynku regulowanego *Main Market* oraz alternatywnego systemu obrotu – *Alternative Investment Market*[32] wpisuje się doskonale w rozbieżności w nazewnictwie występujące na GPW w odniesieniu do tych dwóch kategorii.

Reasumując, spółka publiczna w prawie brytyjskim może występować jako *traded company* – ograniczona do rynku regulowanego, *quoted company* – w najszerszym znaczeniu uwzględniającym także NYSE oraz NASDAQ, jak również *listed company* – pojęcie obejmujące rynek główny prowadzony przez giełdę londyńską na podstawie tzw. *official list*[33]. Niuanse w nazewnictwie najłatwiej jednak zobrazować na praktycznym przykładzie. AstraZeneca PLC, brytyjsko-szwedzki koncern farmaceutyczny, który choć posiada akcje notowane na kilku rynkach światowych, w świetle obecnego prawa brytyjskiego wciąż klasyfikowany jest jako spółka publiczna, spełniająca łącznie dodatkowo kryteria *listed*, *quoted* oraz *traded*[34]. Pojęcie spółki publicznej w ustawodawstwie brytyjskim zależne jest od jej otwartego charakteru i anonimowości akcjonariusza, a nie jest związane bezpośrednio z płaszczyzną obrotu – w tym zakresie ustawodawca brytyjski przewidział szczególną, specyficzną dla rynku kapitałowego terminologię. Podejście to jest charakterystyczne dla systemu anglosaskiego. W USA również funkcjonuje pojęcie *public corporation*. Powiązane jest ono w większym stopniu z oferowaniem akcji aniżeli wprost z obrotem akcjami spółki w obszarze

[32] Zgodnie z definicją zawartą w sekcji 385 (2) termin *quoted company* nie obejmuje swym zakresem Alternative Investment Market.

[33] Por. M. Michalski, *Spółki...*, s. 66–67; M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 74; S. Sheikh, *A Guide to the Companies Act...*, s. 851 oraz S. McLaughlin, *Unlocking Company Law...*, s. 37 i n. Wydaje się jednak, że uwzględnienie przez M. Michalskiego spółek z obrotu pozaregulowanego, w domyśle alternatywnego systemu obrotu, nie ma uzasadnienia na gruncie Companies Act 2006 i uwzględnionej w nim definicji *quoted company*.

[34] Zaznaczyć należy jednak, że możliwe są inne przypadki, np. jeśli spółka posiada w obrocie instrumenty o charakterze dłużnym, to będzie klasyfikowana jako *listed*, a nie *quoted*. Analogicznie spółka brytyjska może być klasyfikowana jako *quoted*, a nie *listed*, jeśli jej akcje są dopuszczone do obrotu na NYSE lub NASDAQ. Zob. S. Mayson, D. French, C. Ryan, *Company Law...*,s. 204.

giełdowym[35], choć pojęcie *public company* wciąż pozostaje terminem o elementarnym znaczeniu[36].

7.3.2. Indie

7.3.2.1. Spółka publiczna

W wyniku reform gospodarczych zapoczątkowanych w latach 90. XX w. w Indiach, jak również implementacji szeregu innowacyjnych rozwiązań[37], ukształtowana została współczesna struktura giełdowa składająca się z około dwudziestu giełd[38]. Można je uszeregować w odniesieniu do ich skali, jak i zakresu obrotu. Tak jak wspomniano wcześniej, z perspektywy wywodu ważne są dwie główne krajowe giełdy w Mumbaju – BSE oraz NSE. Szczególnie istotna jest pierwsza z nich, BSE, założona w 1875 r., najstarsza giełda w Azji, określana również mianem najszybszego rynku na świecie z czasem reakcji 6 mikrosekund[39]. Jest to szczególnie istotne w transakcjach typu HFT, które omówiono w rozdziale drugim. Te dwa rynki określane są mianem „uznanych" (ang. *recognised stock exchange*), co w uproszczeniu można także określić mianem odpowiednika rynku regulowanego w rozumieniu prawa europejskiego. Podział spółek indyjskich jest również zbliżony do prawa brytyjskiego, w ramach ograniczenia odpowiedzialności w rozumieniu podziału na spółki prywatne i publiczne, czyli LTD oraz PLC.

[35] M. Michalski, *Spółki...*, s. 66; M. Glicz, *Spółka publiczna...*, s. 74–75.

[36] Por. H. Hu, *The New Portfolio Society, SEC Mutual Fund Disclosure, and the Public Corporation Model*, The Business Lawyer 2005, vol. 60, nr 4, s. 1303–1367 oraz K. Kahle, R. Stulz, *Is the US Public Corporation in Trouble?* The Journal of Economic Perspectives 2017, vol. 31, nr 3, s. 67–88.

[37] Por. K. Rajendiran, *Innovations in Banking Sector*, JAC: Journal of Composition Theory 2019, vol. 12, nr 12, s. 105 i n. oraz J. Raval, *Capital Market Reforms in India*, Paripex – Indian Journal of Research 2020, vol. 9, nr 1, s. 42 i n.

[38] Zob. S. Das, *The Financial System in India, Markets, Instruments, Services and Regulations*, New Delhi 2015, s. 189.

[39] Podkreślić należy, że mimo ponad 9 tysięcy spółek notowanych na BSE, co stanowi światowy rekord, część tych spółek jest także notowana na NSE, co umożliwia zakup akcji na jednym rynku i sprzedaż na drugim, jeśli jest to rozwiązanie atrakcyjne cenowo. Zob. D. Anand, *Finance for Everyone*, New Delhi 2019, s. 219.

Definicja spółki publicznej zawarta jest w tzw. „słowniczku", art. 2 pkt 71 indyjskiego Companies Act 2013[40], w znowelizowanym brzmieniu[41], zgodnie z którym spółka publiczna oznacza spółkę, która posiada opłacony kapitał zakładowy oraz nie jest spółką prywatną. Ta ostatnia, zgodnie z sekcją 2 (68) Companies Act 2013, oznacza spółkę posiadającą pewne ograniczenia w zbywaniu jej akcji[42] oraz może posiadać maksymalnie dwustu akcjonariuszy[43]. Jeśli spółka jest spółką zależną spółki, która nie jest spółką prywatną, to również traktowana jest jako spółka publiczna.

Można stwierdzić, że ciężar definicyjny indyjskiej spółki publicznej oparty jest zatem na dwóch cechach – otwartości jej akcjonariatu oraz braku jakichkolwiek ograniczeń w zbywalności jej akcji. Sam proces IPO i jego wymogi określa organ nadzoru – Indyjska Rada Papierów Wartościowych i Giełd (ang. *Securities and Exchange Board of India,* SEBI)[44]. Na tym etapie analizy dwa elementy wymagają jednak doprecyzowania.

Podział na spółkę publiczną i spółkę prywatną musi być uszczegółowiony na podstawie kryteriów zbliżonych do prawa brytyjskiego. Prawo indyjskie i Companies Act 2013 posługują się dodatkowo pojęciem spółki

[40] The Companies Act 2013 (Act 18 of 2013).

[41] Znowelizowana indyjska ustawa o spółkach – Companies Act 2013 wprowadziła daleko idące zmiany, w zakresie: ładu korporacyjnego, e-zarządzania, spełniania i egzekwowania wymogów, sprawozdawczości, audytorów oraz fuzji i przejęć. Ustawa wprowadziła również nowe koncepcje, takie jak: spółka jednoosobowa, małe spółki, spółki uśpione, pozwy zbiorowe, rejestrowani rzeczoznawcy i społeczna odpowiedzialność biznesu. Powołano również Krajowy Trybunał Prawa Spółek (ang. *National Company Law Tribunal*) do rozstrzygania w trybie przyspieszonym spraw związanych ze spółkami w Indiach. Zob. Polska Agencja Inwestycji i Handlu, *Indie. Przewodnik po rynku*, https://www.paih.gov.pl/files/?id_plik=34394 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[42] Są to jednak ograniczenia, a nie zakazy. Mechanizm ten ma na celu utworzenie zamkniętego i stałego kręgu akcjonariuszy. Zob. H. Kaur, *Handbook on Company Law*, Punjab 2019, s. 24.

[43] Nie wyklucza to tzw. ofert prywatnych (ang. *private placements*), które adresowane są do wybranych inwestorów lub funduszy. Wymogiem koniecznym jest, aby oferta była adresowana do mniej niż dwustu adresatów rocznie – w przeciwnym razie oferta ta spełni znamiona oferty publicznej. Nie sposób nie zauważyć w tym wypadku pewnych podobieństw do regulacji krajowych. Dodatkowo górny limit dwustu akcjonariuszy nie obejmuje obecnych oraz byłych pracowników. Zob. *Ibidem*, s. 24.

[44] Szerzej: D. Anand, *Finance for Everyone…*, s. 219.

notowanej (ang. *listed company*), co – stosownie do sekcji 2 (52) Companies Act 2013 – oznacza spółkę, której jakiekolwiek papiery wartościowe są notowane na każdej uznanej giełdzie papierów wartościowych. Jest to bardzo szeroki zakres pojęciowy i obejmuje także dłużne papiery wartościowe. Tym samym możliwa jest sytuacja, gdy spółka prywatna, której obligacje są przedmiotem giełdowego obrotu, będzie określana mianem notowanej. Jest to obecnie przedmiotem zmian i zgodnie z nowelizacją Companies Act 2013, która została opublikowana we wrześniu 2020 r.[45], nastąpi pośrednie wyłączenie z tego przepisu spółek prywatnych, które nie będą mogły uzyskać statusu *listed company*.

Jeśli w myśl definicji indyjskiej, kryterium spółki publicznej oparte jest na otwartości i zmienności jej akcjonariatu, za konieczne należy uznać wyodrębnienie szczególnej cechy odróżniającej ją od spółki prywatnej. Zarówno spółka publiczna, jak i spółka prywatna mogą oferować akcje dla ograniczonego kręgu osób, lecz jedynie spółka publiczna może oferować papiery wartościowe (akcje) w drodze oferty publicznej na podstawie prospektu emisyjnego, co definiowane jest jako oferta publiczna i obejmuje swym zakresem zarówno proces IPO, jak i wtórną ofertę akcji. Proces ten regulowany jest przez nadzór Indyjskiej Rady Papierów Wartościowych i Giełd[46]. Każda oferta publiczna oraz emisja akcji dokonywana przez spółkę publiczną może być przeprowadzona wyłącznie w formie zdematerializowanej, zgodnie z Depositories Act 1996[47].

7.3.2.2. Dematerializacja akcji

Tak jak wskazano powyżej, każda spółka publiczna przeprowadzająca ofertę publiczną może dokonywać emisji akcji wyłącznie w zdematerializowanej postaci. Również wśród inwestorów naturalnie przeważała zdematerializowana postać papierów wartościowych[48]. Uprzednio indyjskie prawo spółek dopuszczało dwie możliwości dla spółek nienotowanych

[45] The Companies (Amendement) Act 2020 (No. 29 of 2020).
[46] Zob. A. Agarwal, S. Saha, C. Mittal, *Indian Company Law*, Agra 2020, s. 91.
[47] The Depositories Act 1996 (Act 22 of 1996).
[48] G. Surendar, *Dematerialization of Shares & Retail Investors in India – A Study*, International Journal of Engineering and Management Research 2015, vol. 5, nr 3, s. 393–400.

na giełdzie – tradycyjną postać dokumentową, jak i zapis elektroniczny będący rezultatem dematerializacji.

Dla przedstawienia założeń indyjskiej reformy dematerializacyjnej konieczne jest wyodrębnienie zbioru spółek, których owa reforma dotyczy.

We wrześniu 2018 r. indyjskie Ministerstwo Spraw Korporacyjnych (ang. *Ministry of Corporate Affairs*) wprowadziło szereg zmian do zasad regulujących prospekt emisyjny oraz przydział papierów wartościowych (ang. *Companies Prospectus and Allotment of Securities Rules*, PAS Rules)[49]. Stosownie do wprowadzonych zmian oraz do uprzednio przedstawionego podziału spółek publicznych na notowane oraz nienotowane na giełdzie – każda nienotowana spółka publiczna (ang. *unlisted public company*) będzie mogła emitować akcje wyłącznie w postaci zdematerializowanej oraz zdematerializuje posiadane akcje w formie dokumentowej adekwatnie do przepisów Depositories Act 1996[50]. Dematerializacja nie dotyczy zatem spółek prywatnych, które można określić mianem niepublicznych, a jedynie spółek publicznych, które nie były notowane na giełdzie w rozumieniu prawa indyjskiego. Zmiana legislacyjna była zatem adresowana do spółek posiadających rozproszony akcjonariat, a które jednocześnie nie były notowane na rynku publicznym. Jedna z dwóch czołowych instytucji depozytowych w Indiach[51], *National Securities Depository Limited*, potwierdza, że stosownie do nowych przepisów brak przeprowadzenia procedury dematerializacyjnej skutkuje ograniczeniami w zbywalności akcji od 1 kwietnia 2019 r. – wyjątkiem pozostaje jednak dziedziczenie[52]. Podkreśla się kontrowersyjny

[49] Companies (Prospectus and Allotment of Securities) Rules, 2014, https://www.sebi.gov.in/legal/rules/apr-2014/companies-prospectus-and-allotment-of-securities-rules-2014_34655.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[50] H. Kaur, *Handbook on Company Law*..., s. 106.

[51] Obecnie w Indiach funkcjonują dwa centralne depozyty papierów wartościowych – *National Securities Depository Limited* oraz *Central Depository Services Limited*. Szerzej: R. Kumar, *Role of Central Depository Services Limited (CDSL) in Growth of Indian Capital Market*, International Journal of Multidisciplinary Educational Research 2020, vol. 9, nr 5, s. 119 i n.

[52] National Securities Depository Limited, *Transfer of Shares*, https://nsdl.co.in/nsdlnews/SEBI-Announces.php#:~:text=The%20notification%20is%20about%20the,shares%20held%20by%20an%20investor.&text=You%20can%20visit%20your%20Depository,the%20same%20to%20the%20DP (dostęp: 20 lute-

charakter tej zmiany, szczególnie ze względu na regulację w przepisach obejmujących emisję akcji, a nie ich zbywanie[53]. Dodatkowo, tak jak wskazano wcześniej, inaczej niż w przypadku spółki prywatnej – spółka publiczna, w rozumieniu Companies Act 2013, powinna cechować się nieograniczoną zbywalnością jej akcji.

Proces dematerializacyjny nie przebiegał bezproblemowo. Wspomnieć należy, że w momencie podjęcia działań w zakresie reformy prawa i nałożenia obowiązku dematerializacyjnego na spółki publiczne nienotowane obejmował jedynie ułamek wszystkich spółek akcyjnych. W Indiach jest ponad milion spółek LTD, z tego około 75 tysięcy to spółki publiczne i wśród nich 7 tysięcy jest notowanych na giełdzie[54]. Pozostałe 68 tysięcy to właśnie spółki publiczne nienotowane, które zostały objęte reformą. Finalnie zdecydowano się na rozwiązanie pośrednie, w praktyce uniemożliwiające przenoszenie papierów wartościowych w postaci dokumentowej już od 1 kwietnia 2019 r., ale inwestorzy nie zostali pozbawieni możliwości posiadania akcji w formie fizycznej. W marcu 2019 r. organ nadzorczy, Indyjska Rada Papierów Wartościowych i Giełd, doprecyzowała, że akty przeniesienia własności złożone przed upływem terminu 1 kwietnia 2019 r. i odrzucone lub zwrócone z powodu braków formalnych – mogą być złożone ponownie, stosownie do okólnika wydanego 2 grudnia 2020 r.[55] Ostateczny termin na ponowne złożenie wniosków o przeniesienie akcji upłynie z dniem 31 marca 2021 r. Warto podkreślić, że sama procedura w tym wypadku jest nieco zbliżona do polskiej. W Indiach pośrednikami rejestracyjnymi są agenci rejestrowo-transferowi (ang. *Registar and Transfer Agents*, RTAs).

go 2021 r.).

[53] S. Sah, *Dematerialisation of Securities for Unlisted Companies – Recent Changes in Indian Law*, https://www.mondaq.com/india/securities/840010/dematerialisation-of-securities-for-unlisted-companies-recent-changes-in-indian-law (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[54] J. Upadhyay, *Govt may ask public unlisted companies to convert shares into demat form*, https://www.livemint.com/Companies/3Tbp6IeN1oICnYBnr2WySO/Govt-may-ask-public-unlisted-companies-to-convert-shares-int.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[55] SEBI, *Operational guidelines for Transfer and Dematerialization of re-lodged physical shares*, https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/dec-2020/operational-guidelines-for-transfer-and-dematerialization-of-re-lodged-physical-shares_48336.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

7.4. Wnioski

Przeprowadzona przedmiotowa analiza komparatystyczna ustawodawstwa Wielkiej Brytanii oraz Indii pozwala na sformułowanie następujących wniosków. Należy wyraźnie stwierdzić, że pojęcie spółki publicznej nie jest terminem o charakterze uniwersalnym i choć jego ogólne powiązanie z giełdą i obrotem publicznym jest wyraźne, nie oznacza to, że spółka publiczna jest definiowana w podobny sposób w odmiennych porządkach prawnych. W Indiach obecnie mamy do czynienia ze zbliżoną sytuacją w odniesieniu do spółek publicznych, która docelowo zostanie wyeliminowana przez nowelizację u.o.p., czyli występowanie w obrocie spółek publicznych, nienotowanych na giełdzie. Naturalnie jest to zjawisko zamierzone i o wiele większej skali. Jest jednak pewien wspólny mianownik, który zdaje się cechować spółkę publiczną, zarówno w obrębie porządku prawnego w Wielkiej Brytanii, jak i w Indiach. Sama definicja spółki publicznej jest w tych przypadkach niewystarczająca, konieczny jest dodatkowy „kwalifikator". W Wielkiej Brytanii, w zależności od platformy obrotu, funkcjonują pojęcia *quoted*, *traded* lub *listed*. Niezależnie od tego, które rozszerzenie definicyjne zastosuje się do spółki publicznej, definicja ta w żadnym z powyższych przypadków nie obejmuje alternatywnego systemu obrotu. W Indiach najwyższy poziom ochrony zapewnia inwestorom udział w obrocie akcjami spółki publicznej na jednej z dwóch giełd krajowych, które mają status giełd „uznanych", przyznawany przez Indyjską Radę Papierów Wartościowych i Giełd.

Wobec powyższego należy wyraźnie zaznaczyć, że słuszne wydaje się rozgraniczenie pojęciowe pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu. Jedna definicja nie powinna obejmować swym zakresem obu tych pojęć. Konieczny wydaje się dodatkowy „kwalifikator". Ustawodawca polski również zastosował taki zabieg – określając spółkę publiczną, której akcje notowane są na rynku regulowanym, mianem spółki giełdowej. Niestety, definicja ta obejmuje swym zakresem wyraźnie ograniczone ramy pojęciowe i nie wydaje się możliwe, aby obecnie mogła być szerzej zastosowana. Potencjalne rozwiązanie mogłoby polegać na dwóch alternatywach – zawężeniu definicji spółki publicznej wyłącznie do płaszczyzny

rynku regulowanego bądź nadaniu spółce publicznej – notowanej na rynku regulowanym – dodatkowej cechy odróżniającej ją systemowo od spółki publicznej notowanej w ramach alternatywnego systemu obrotu.

Ponadto można zaobserwować wiele cech wspólnych w zakresie procesu dematerializacji akcji pomiędzy RP a Indiami. Oba te procesy, choć dotyczą diametralnie innych porządków prawnych, są zbliżone do siebie pod względem ogólnego schematu proceduralnego, czasu przeprowadzania reform, także w pewnym sensie pod kątem przyczyn reformy. W obu przypadkach zamierzeniem nie było wyłącznie usprawnienie obrotu, rzecz w większym stopniu dotyczyła identyfikacji akcjonariuszy – w celu realizacji postulatów fiskalnych, jak i teoretycznego zapobiegania ewentualnym nieprawidłowościom wynikającym z obrotu akcjami bez nadzoru instytucjonalnego.

ZAKOŃCZENIE

Zasadniczym i przeważającym celem niniejszej pracy było zbadanie przyczyn, procesu, jak i skutków ewolucji spółki publicznej z perspektywy dematerializacji akcji. Weryfikacji poddano trzy główne tezy badawcze – tezę o słuszności kryterium definicyjnego, tezę o zbyt szerokim zakresie nowej definicji, jak i tezę o ewolucyjnym charakterze całego procesu. Z uwagi na paradygmat badawczy przedmiotowej tematyki zdecydowano się na usystematyzowanie wniosków w odniesieniu do trzech poniższych obszarów – dematerializacji, spółki publicznej i płaszczyzny obrotu oraz zmian legislacyjnych. Wnioski zostaną przedstawione w sposób funkcjonalny względem siebie i dodatkowo uzupełnione propozycją *de lege ferenda* w odniesieniu do badanej tematyki.

Po pierwsze, obecny kształt zjawiska dematerializacji jest wynikiem postępu cywilizacyjnego. Współcześnie dematerializację trafnie można określić jako zjawisko cyfryzacji. Obejmuje ono swym zakresem zarówno proces digitalizacji (ang. *digitalization*), polegający na adaptacji społeczeństwa i gospodarki do korzystania z technologii cyfrowych, jak i digityzacji (ang. *digitization*), polegający na ogólnej zmianie zapisu z analogowego na cyfrowy[1]. Proces ten również nie pozostaje obojętny na koncepcję jurydyczną papieru wartościowego, jakim jest akcja. Można dodać, że wobec akcji tzw. test zamienności, omówiony na łamach niniejszej pracy, stanie się bezprzedmiotowy. Akcja, rozumiana szerzej aniżeli wyłącznie instrument finansowy, bezpowrotnie zachowa zdematerializowaną postać. Dematerializacja staje się obecnie immanentną i systemową cechą polskiego prawa handlowego, obejmując tym samym m.in. wszystkie spółki akcyjne. Jest to zwieńczenie trwającego trzydzieści lat procesu opartego na reaktywacji prawa handlowego i sukcesywnego wprowadzania kolejnych zmian w obrocie, zarówno w sferze płaszczyzny obrotu publicznego, jak i prywatnego. Wdrożenie w p.p.o.p.w. 1991 systemu dematerializacji obrotu opartego

[1] Zob. M. Michalski, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek...*, s. 164.

na immobilizacji papieru wartościowego oraz następnie dematerializacji *sensu stricto* w p.p.o.p.w. 1997 – utorowało drogę do przeniesienia tego modelu na grunt obecnych przepisów u.o.i.f. Nowelizacja k.s.h., wprowadzając obligatoryjną dematerializację wszystkich akcji, stała się niewątpliwie aktem prawnym o rewolucyjnym charakterze. Nie wynika to jednak z istoty dematerializacji, a z obligatoryjnej podstawy tego rozwiązania. Jak wskazano na łamach niniejszej pracy, celem dematerializacji powinno być usprawnienie oraz ułatwienie obrotu, oparte przede wszystkim na kryterium efektywności. Termin wprowadzenia obligatoryjnej procedury dematerializacyjnej dla spółek niepublicznych, biorąc pod uwagę szczególne okoliczności zewnętrzne, należy uznać za niefortunny. Odmienne podstawy, jak i reżimy dematerializacyjne akcji będą dopiero przedmiotem weryfikacji – nie tylko ze strony doktryny, lecz przede wszystkim praktyki rynkowej i obrotu gospodarczego.

Po drugie, dematerializacja akcji na gruncie prawa polskiego wydaje się wciąż pełnić szczególną rolę względem spółki publicznej. Niestety, nie jest to związane z dematerializacją obrotu, cechą charakterystyczną obrotu giełdowego. Początkowo wynikało to z roli dematerializacji akcji jako kryterium definicyjnego spółki publicznej. Nowelizacja k.s.h., wprowadzając obligatoryjną dematerializację wszystkich akcji, była jednak bezpośrednim impulsem do zmiany definicji. Nawet w obliczu nowej definicji spółki publicznej spółki te wciąż są zobowiązane poddać akcje procesowi dematerializacji zarówno na etapie wprowadzania ich do obrotu zorganizowanego, jak i poza nim – obligatoryjność dotyczyć będzie wszystkich akcji, zarówno spółek publicznych, jak i niepublicznych. Dematerializacja akcji w sposób bezpośredni i pośredni miała w tym okresie wpływ na konstrukcję jurydyczną spółki publicznej. Ta ostatnia w prezentowanym procesie przeszła zasadniczą ewolucję. Obrano słuszny kierunek, szczególnie pod względem praktycznym, związany z powiązaniem tej definicji z płaszczyzną obrotu. Nowa systemowa definicja spółki publicznej opiera się na dopuszczeniu co najmniej jednej akcji do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzeniu do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP. Szczegółowa analiza obu stanów prawnych pozwala jednak na wniosek, że konstrukcja ta zachowuje pewną ciągłość, przede wszystkim pod kątem

funkcjonalnym. Na gruncie poprzedniej definicji spółki publicznej wypracowano złożony system polegający na wzajemnym oddziaływaniu zarówno regulacji prawnych, aktów wewnętrznych, jak i praktyki rynkowej. Celem tego zabiegu było zmitygowanie negatywnych skutków związanych z poprzednim kryterium definicyjnym. Choć system ten wymagał rekonstrukcji wraz z wejściem w życie nowelizacji u.o.p., jego zręby zostały utrzymane. Wynika to prawdopodobnie z pragmatycznego podejścia uczestników rynku, jak i ustawodawcy. Tak jak uprzednio wskazano – celem każdego procesu IPO jest „wejście na giełdę" i taka wykładnia celowościowa powinna towarzyszyć definicji spółki publicznej. Konstrukcja spółki publicznej, rozpatrywana przez pryzmat jej otwartości, zmienności oraz rozproszenia akcjonariatu, jednoznacznie wiąże się z obrotem jej zdematerializowanymi akcjami. Płaszczyzną zapewniającą największe bezpieczeństwo w ramach obrotu zorganizowanego niezmiennie pozostaje rynek regulowany.

Po trzecie, w kontekście właściwej płaszczyzny obrotu spółki publicznej, wydaje się, że ustawodawca nie wykorzystał w pełni okoliczności związanych ze zmianą kryterium definicyjnego. Zwraca uwagę brak szczególnej refleksji na etapie legislacyjnym nad kształtem i brzmieniem nowej definicji spółki publicznej. Wydaje się jednak, że jest ona zaledwie odpowiedzią na obligatoryjną dematerializację akcji wynikającą z nowelizacji k.s.h., a nie skutkiem świadomego i uzasadnionego wyboru. Koncepcja zmiany definicji spółki publicznej w aspekcie właściwej płaszczyzny obrotu była już przedmiotem prac legislacyjnych dziesięć lat wcześniej. Ówczesna koncepcja fakultatywnej dematerializacji akcji również uwzględniała szereg nowatorskich rozwiązań, w tym także nową definicję spółki publicznej, opartą na kryterium rynku regulowanego. Na etapie konsultacji międzyresortowych nie uzyskano porozumienia w kwestii tego, czy alternatywny system obrotu ma stanowić obok rynku regulowanego jedną z płaszczyzn obrotu ją definiujących. Tematyka ta była też przedmiotem dyskursu na początkowym etapie prac legislacyjnych nad nowelizacją k.s.h. Choć obecna konstrukcja przenosi na art. 4 pkt 20 u.o.p. obie płaszczyzny obrotu zorganizowanego i czyni z nich równoważne kryterium definicyjne, zaznaczyć należy, że zbliżone rozwiązanie funkcjonowało na gruncie poprzedniego stanu prawnego, pośrednio będąc opartym na dematerializacji akcji – obligatoryjnej bądź

fakultatywnej. Tendencja do „zbliżania" do siebie odmiennych płaszczyzn obrotu wynika także z kierunku legislacyjnego obranego przez UE i ma na celu uproszczenie obrotu. Jest to jednak zadanie szczególnie trudne i odpowiedzialne. W celu przeciwdziałania założeniu o niedoskonałości rynku, szczególnie w obliczu asymetrii informacyjnej, niezbędne jest wykorzystanie mechanizmów ochronnych o charakterze regulacyjnym, posiadanych przez rynek regulowany. Podkreślić należy, że rynek podstawowy GPW, operujący w ramach rynku głównego GPW (rynku regulowanego), jest równocześnie rynkiem notowań oficjalnych w rozumieniu u.o.i.f. i w związku z tym cechują go szczególne i dodatkowe mechanizmy ochronne. Wyzwanie, przed którym został postawiony ustawodawca, polegało na znalezieniu odpowiedniego balansu pomiędzy interesami poszczególnych uczestników rynku. Z jednej strony są to inwestorzy, także indywidualni, którzy powinni podlegać szczególnej ochronie, a z drugiej – spółki notowane w ramach alternatywnego systemu obrotu. Wydaje się, że ustawodawca zdecydował się na utrzymanie dotychczasowego *statusu quo*, tj. brak utraty statusu spółki publicznej przez spółki notowane w alternatywnym systemie obrotu. Jest to niewątpliwie ukłon w kierunku NewConnect, spółek na nim notowanych, jak i GPW jako spółki prowadzącej ten rynek. Podkreślić w tym miejscu należy również zasadnicze wzmocnienie roli GPW na przestrzeni lat. Ma ona wyjątkową pozycję w RP, co jest również usankcjonowane na szczeblu ustawowym, związane w tym zakresie z monopolem rynkowym i poniekąd uzasadnione bezpieczeństwem obrotu. Pozycja GPW uległa również zmianie ze względu na nową definicję spółki publicznej – dopuszczenie i wprowadzenie akcji do obrotu, przy spełnieniu kryteriów związanych z procesem IPO, jest finalnym przedmiotem ostatecznej autonomicznej decyzji podejmowanej przez GPW. Tendencji tej nie można oceniać negatywnie, lecz wraz z ustawowymi mechanizmami działającymi na korzyść alternatywnego systemu obrotu – wyjątkowa pozycja GPW zdaje się wręcz zbliżać do kompetencji organów administracyjnych, co powinno być jednak pozostawione w gestii KNF.

Zaprezentowana na łamach niniejszej pracy analiza wymaga rozwinięcia kluczowego aspektu warunkującego przedstawienie końcowego wniosku o charakterze *de lege ferenda*. Przede wszystkim wzrost zainteresowania

rynkiem kapitałowym, obserwowany w szczególności na przestrzeni 2020 r., skutkował napływem nowych lub powracających inwestorów na rynek. Przed dalszym rozwojem tego rynku, rozumianego w tym kontekście jako rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu, stawia się jednak dwa zasadnicze wyzwania.

Zaakcentować należy zjawisko, które w odniesieniu do zakresu merytorycznego niniejszej pracy można określić mianem „chaosu legislacyjnego". Na łamach pracy poddano analizie szereg aktów prawnych, które mają istotny wpływ na obecny, lecz przede wszystkim na przyszły kształt prawa handlowego, jak i prawa rynku kapitałowego. W określonych przypadkach można poddać zasadnej krytyce pewne rozwiązania legislacyjne albo niefortunny zbieg terminów ich implementacji. Argumenty te mają jednak charakter uzasadniony i merytoryczny. Zabiegiem niezwykle trudnym jest sformułowanie oceny względem przepisów, które się wzajemnie wykluczają, nie są spójne oraz nie były koordynowane na etapie prac legislacyjnych. Niestety, jest to wspólny mianownik przedstawionych na łamach niniejszej pracy nowelizacji, które niekiedy musiały być zmieniane już po ich uchwaleniu. Zdecydowanie ma to negatywny wpływ na przewidywalność i pewność prawa, szczególnie z perspektywy praktycznego stosowania przyjętych rozwiązań. Być może zasady określane przez ustawodawcę mianem „solidnych fundamentów" Konstytucji Biznesu powinny być ekstrapolowane również na inne płaszczyzny prawodawcze – pewność prawa i przejrzyste zasady jego tworzenia, wszakże są cechami pożądanymi w każdym procesie legislacyjnym[2]. Wydaje się jednak wątpliwe, aby obecny stan rzeczy uległ poprawie w najbliższym czasie. W znowelizowanym w grudniu 2020 r. regulaminie pracy Rady Ministrów[3] zrezygnowano z obowiązku określonego uprzednio w § 19 ust. 2, tj. uwzględnienia uzasadnienia projektu legislacyjnego jako projektu dokumentu rządowego. Oznacza to rezygnację z obowiązku opublikowania uzasadnienia do ustawy na etapie publikacji jej

[2] Zob. Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii, *Setki zmian dla firm*, s. 5 i n., https://www.gov.pl/attachment/05c2bfed-711e-4ebb-94c1-90e1ef27a762 (dostęp: 20 lutego 2021 r.). Szerzej: M. Wierzbowski (red.), *Konstytucja Biznesu. Komentarz*, Warszawa 2020.
[3] Uchwała Nr 190 Rady Ministrów z dnia 29 października 2013 r. Regulamin pracy Rady Ministrów (M.P. z 2016 r., poz. 1006 ze zm.).

projektu. Brak wyjaśnienia aksjologicznego będzie dodatkowym utrudnieniem w wykładni celowościowej wprowadzanych zmian.

Wzrostowi zainteresowania rynkiem kapitałowym towarzyszyło, niestety, zjawisko szeregu nieprawidłowości ze strony notowanych spółek. Zaznaczyć należy, że tego typu problemów nie wystrzegają się spółki operujące na rynku regulowanym, czego doniosłym przykładem jest GetBack. Jednak to w alternatywnym systemie obrotu wciąż mają miejsce sytuacje, takie jak w wypadku spółki AQT Water, której zarząd oświadczył w raporcie bieżącym[4], że: „nie jest w posiadaniu jakichkolwiek dokumentów istotnych z perspektywy spółki" lub spółki Progres Investment, wokół której, wedle prokuratury, funkcjonowała zorganizowana grupa przestępcza[5]. Nieprawidłowości tego rodzaju wykraczają daleko poza zakres omawianej problematyki, a szczególnie poza ramy efektywności informacyjnej. Egzemplifikują jednak stały problem, widoczny w spółkach notowanych w ramach ASO, który wynika przede wszystkim z ograniczonego reżimu ich nadzoru. Reżim nadzoru w tym wypadku, choć słabszy aniżeli ten w ramach rynku regulowanego, wciąż jednak istnieje. Nie można powiedzieć tego samego o zyskujących na popularności innych, nieregulowanych systemach obrotu, takich jak np. platformy *crowdfundingowe*[6]. Zjawisko to zyskuje na sile i będzie wyzwaniem – także w ewentualnym kontekście regulacyjnym wobec planowanych w tym zakresie zmian[7].

[4] Zob. Raport bieżący AQT WATER S.A. nr 24/2020 z dnia 12 października 2020 r., – Oświadczenie Zarządu AQT Water S.A., http://biznes.pap.pl/pl/news/ebi/info/2989603,aqt-water-sa-(24-2020)-oswiadczenie-zarzadu-aqt-water-s-a- (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

[5] Zob. D. Tokarz, *Wielkie sprzątanie po Progresie*, Puls Biznesu, 30 marca 2017 r., s. 5.

[6] Zob. M. Duszczyk, *Inwestowanie w sieci coraz popularniejsze*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 16 lutego 2021 r., s. 9.

[7] Od 10 listopada 2021 r. w RP zacznie bezpośrednio obowiązywać tzw. rozporządzenie crowdfundingowe, które dla projektów z zakresu finansowania społecznego o mniejszej skali będzie pewnym uzupełnieniem reżimu rozporządzenia prospektowego oraz dyrektywy MIFID II. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L 347 z dnia 20 października 2020 r. Nr 347, s. 1).

Wobec powyższego, w ocenie autora, warto zaprezentować następującą propozycję ***de lege ferenda***.

Niżej wskazany postulat ma na celu przede wszystkim ochronę inwestora i wzrost świadomości w odniesieniu do faktu, że będąc akcjonariuszem kilku spółek publicznych, część z nich może być notowana na rynku o zasadniczo innej regulacji. Z jednej strony, zjawisko to można określić mianem dodatkowego i w zasadzie niewidocznego ryzyka natury systemowej. Z drugiej strony, nie jest pożądane, aby w nagły sposób pozbawić inwestorów akcji spółki publicznej, w arbitralny sposób zmieniając jej definicję. W ocenie autora za słuszne należy jednak uznać funkcjonalne powiązanie definicji spółki z rynkiem regulowanym, bezrefleksyjne wprowadzenie takiej regulacji będzie miało również negatywne konsekwencje prawne i praktyczne. Następstwa te niewątpliwie byłyby negatywne dla spółek notowanych w ramach alternatywnego systemu obrotu, co zdaniem autora mogłoby skłonić część z nich do „przejścia" do notowań w ramach rynku regulowanego. Niewątpliwie poszkodowanymi byliby akcjonariusze – spółka nie musiałaby podlegać regulacjom szczegółowym charakterystycznym dla spółek publicznych.

Wnioskiem płynącym z zaprezentowanej analizy komparatystycznej jest zaproponowanie dodatkowej cechy – „kwalifikatora", który odróżniałby wyraźnie spółkę publiczną, notowaną w ramach rynku regulowanego, od spółki publicznej, funkcjonującej w alternatywnym systemie obrotu. W praktyce ustawodawca mógłby zdecydować się na rozwiązanie wariantowe, alternatywnie wybrane spośród poniższych dwóch propozycji.

Pierwszą możliwością byłoby „wyróżnienie" spółki publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, poprzez nadanie jej dodatkowej cechy definiującej. Zasadniczo tego typu działanie w pewnym sensie ma miejsce. Stosownie do nowelizacji u.o.p. i brzmienia art. 68i ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. ustawodawca wprowadził definicję spółki giełdowej jako spółki z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego UE, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub na zagranicznym rynku regulowanym. Naturalnie definicja ta jest obecnie ograniczona do wyraźnie określonych przepisów u.o.i.f, co wynika wprost z jej przeznaczenia – ma objąć zakresowo krąg spółek, których akcje

dopuszczone są do obrotu na krajowym lub zagranicznym rynku regulowanym. Usytuowanie tej definicji w treści u.o.i.f., a nie u.o.p., potwierdza powyższe. Systemowe przyjęcie takiego rozwiązania skutkowałoby pozostawieniem *statusu quo* w odniesieniu do zbioru spółek publicznych i podniesieniem statusu spółki giełdowej, której akcje byłyby dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

Drugim rozwiązaniem jest działanie odwrotne. W tym przypadku, gdyby spółki, których akcje są przedmiotem obrotu w ramach alternatywnego systemu obrotu, utraciły przymiot spółki publicznej, pojawiłaby się konieczność zaproponowania nowej, charakterystycznej dla nich definicji. Analogicznie do projektu nowelizacji wprowadzającej dematerializację fakultatywną z 2009 r. – tutaj również wyodrębniona musiałaby być nowa subkategoria spółek niepublicznych wyraźnie kontrastująca ze spółką publiczną. W tym znaczeniu spółka autoryzowana byłaby spółką, której co najmniej jedna akcja jest wprowadzona do alternatywnego systemu obrotu na terytorium RP. Implikacje tego rozwiązania byłyby daleko idące, zaczynając od konieczności zapewniania ochrony inwestorów, jak i samych spółek, aż po wyraźne określenie, które przepisy spółek publicznych byłyby stosowane wobec spółek autoryzowanych. Podkreślić należy, że obecnie istnieje szereg różnic w przepisach regulujących rynek kapitałowy, które wprost wyodrębniają oba te zbiory spółek, często stosując inne, mniej restrykcyjne regulacje wobec alternatywnego systemu obrotu. Postulowane rozwiązanie, choć niewątpliwie odważne pod względem zakresowym, wydaje się właściwym kierunkiem legislacyjnym. Wytyczenie wyraźnej granicy pomiędzy tymi dwoma odmiennymi zbiorami spółek byłoby szansą na umożliwienie trwałego, niezależnego od siebie rozwoju – zarówno rynku regulowanego, jak i alternatywnego systemu obrotu[8].

[8] Szerzej: M. Tąkiel, *O potrzebie dalszej redefinicji spółki publicznej*, PPH 2022, nr 6, s. 49–54.

BIBLIOGRAFIA

Źródła prawa

Börsengesetz (Reichsgesetzblatt 1896, nr 15, s. 157–176).

The Companies Act 1985 (1985 ch. 6).

The Companies Act 2006 (2006 ch. 46).

The Companies Act 2013 (Act 18 of 2013).

The Companies (Amendement) Act 2020 (No. 29 of 2020).

Décret n° 83–359 du 2 mai 1983 pris pour l'application de l'article 94–II de la loi de finances pour 1982 (n° 81–1160 du 30 décembre 1981) (Journal officiel de la République française (JORF) z 3 maja 1983 r., s. 1361).

Dekret z dnia 21 listopada 1950 r. o Państwowej Inspekcji Handlowej (Dz. U. Nr 44, poz. 396).

The Depositories Act 1996 (Act 22 of 1996).

Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE L 184 z dnia 6 lipca 2001 r., s. 1, ze zm.).

Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z dnia 31 grudnia 2003 r., s. 64, ze zm.).

Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE L 142 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 12, ze zm.).

Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe

dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z dnia 31 grudnia 2004 r., s. 38, ze zm.).

Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.).

Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE L 184 z dnia 14 lipca 2007 r., s. 17, ze zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349, ze zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/849 z dnia 20 lipca 2015 r. w sprawie zapobiegania wykorzystywaniu systemu finansowego do prania pieniędzy lub finansowania terroryzmu, zmieniająca rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 i uchylająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2005/60/WE oraz dyrektywę Komisji 2006/70/WE (Dz. Urz. UE L 141, s. 73, ze zm.).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz. Urz. UE L 132 z dnia 20 maja 2017 r., s. 1).

Financial Services and Markets Act 2000 (2000 c. 8).

Gesetz betreffend die Pflichten der Kaufleute bei Aufbewahrung fremder Werthpapiere (Reichsgesetzblatt 1896, nr 19, s. 183–187).

Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz) vom 4. Februar 1937 (Reichgesetzblatt I, s. 171–178).

Loi n° 81–1160 du 30 décembre 1981 de finances pour 1982 (Journal officiel de la République française (JORF) z 31 grudnia 1981 r., s. 3539).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 84, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L 347 z dnia 20 października 2020 r. Nr 347, s. 1).

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/979 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kluczowych informacji finansowych w podsumowaniu prospektu, publikacji i klasyfikacji prospektów, reklam papierów wartościowych, suplementów do prospektu i portalu zgłoszeniowego oraz uchylające rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 382/2014 i rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/301 (Dz. Urz. UE L 166 z dnia 21 czerwca 2019 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/980 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do formatu, treści, weryfikacji i zatwierdzania prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, i uchylające rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 (Dz. Urz. UE L 166 z dnia 21 czerwca 2019 r., s. 26, ze zm.).

Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz. Urz. UE L 149 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1031/2010 z dnia 12 listopada 2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie (Dz. Urz. UE L 302 z dnia 18 listopada 2010 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 2 grudnia 2005 r. w sprawie postępowania z dokumentami związanymi z dokonywaniem niektórych czynności regulowanych ustawą o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 242, poz. 2041).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. poz. 757 ze zm.).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany oraz platforma aukcyjna (Dz. U. poz. 726).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz. U. poz. 803).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2019 r. w sprawie szczegółowych kryteriów dla członków zarządu i rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany (Dz. U. poz. 874).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2019 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego ewidencji akcji (Dz. U. poz. 2548).

Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 24 listopada 2020 r. w sprawie wymogów stosowanych wobec członków zarządu i rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany oraz trybu i warunków postępowania w zakresie utrzymywania i doskonalenia ich wiedzy i kompetencji (Dz. U. poz. 2100).

Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 26 listopada 2020 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wezwaniach (Dz. U. poz. 2114).

Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu epidemii (Dz. U. poz. 491 ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz. Urz. UE L 86 z dnia 24 marca 2012 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L 201 z dnia 27 lipca 2012 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy venture capital (Dz. Urz. UE L 115 z dnia 25 kwietnia 2013 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 346/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (Dz. Urz. UE L 115 z dnia 25 kwietnia 2013 r., s. 18 ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/

UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L 257 z dnia 28 sierpnia 2014 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L 171 z dnia 29 czerwca 2016 r., s. 1, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168 z dnia 30 czerwca 2017 r., s. 12, ze zm.).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 347 z dnia 28 grudnia 2017 r., s. 35).

Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd (Dz. U. Nr 114, poz. 1019).

Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. – Kodeks handlowy (Dz. U. Nr 57, poz. 502 ze zm.).

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 18 kwietnia 1995 r. w sprawie zasad działania KDPW (Dz. U. Nr 56, poz. 293).

U.S. Securities Act of 1933 (15 U.S.C § 77a et seq.).

Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (Dz. U. z 2020 r., poz. 256 ze zm.).

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. z 2020 r., poz. 1740 ze zm.).

Ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych (Dz. U. z 2020 r., poz. 1644).

Ustawa z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej z udziałem podmiotów zagranicznych (Dz. U. Nr 41, poz. 325 ze zm.).
Ustawa z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej (Dz. U. Nr 41, poz. 324 ze zm.).
Ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. Nr 51, poz. 298 ze zm.).
Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.).
Ustawa z dnia 9 października 1991 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. Nr 103, poz. 447).
Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz. U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17).
Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji (Dz. U. Nr 44, poz. 202 ze zm.).
Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2019 r., poz. 351 ze zm.).
Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. Nr 118, poz. 561 ze zm.).
Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.).
Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz. U. z 2020 r., poz. 1896 ze zm.).
Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. z 2020 r., poz. 415).
Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2020 r., poz. 1526 ze zm.).
Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (Dz. U. z 2019 r., poz. 312).
Ustawa z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o postępowaniu egzekucyjnym w administracji, ustawy o podatkach i opłatach lokalnych, ustawy o dopłatach do oprocentowania niektórych kredytów bankowych,

ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, ustawy – Ordynacja podatkowa, ustawy o finansach publicznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych – w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej (Dz. U. Nr 122, poz. 1315 ze zm.).

Ustawa z dnia 6 września 2001 r. o dostępie do informacji publicznej (Dz. U. z 2019 r., poz. 1429 ze zm.)

Ustawa z dnia 18 września 2001 r. o podpisie elektronicznym (Dz. U. z 2013 r. Nr 130, poz. 262 ze zm.).

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. z 2020 r., poz. 95 ze zm.).

Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o europejskim zgrupowaniu interesów gospodarczych i spółce europejskiej (Dz. U. z 2018 r., poz. 2036 ze zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2020 r., poz. 1400).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2020 r., poz. 89 ze zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2020 r., poz. 2080).

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2020 r., poz. 2059).

Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 13, poz. 69).

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2020 r, poz. 1208).

Ustawa z dnia 10 lipca 2015 r. o zmianie ustawy – Kodeks cywilny, ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1311 ze zm.).

Ustawa z dnia 24 lipca 2015 r. o kontroli niektórych inwestycji (Dz. U. z 2020 r., poz. 117 ze zm.).

Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 615).

Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. poz. 2243 ze zm.).
Ustawa z dnia 19 lipca 2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1655 ze zm.).
Ustawa z dnia 5 sierpnia 2019 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (Dz. U. poz. 2279 ze zm.).
Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1798 ze zm.).
Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2217 ze zm.).
Ustawa z dnia 13 lutego 2020 r. o zmianie ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 288 ze zm.).
Ustawa z dnia 14 maja 2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz. U. poz. 875 ze zm.).
Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19 (Dz. U. poz. 1086 ze zm.).
Ustawa z dnia 21 stycznia 2021 r. o zmianie ustawy – Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 187).
Ustawa z dnia 21 stycznia 2021 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 355).

Orzecznictwo

Postanowienie SO w Warszawie z dnia 22 stycznia 2015 r. (sygn. akt XX GC 1189/14).
Postanowienie SN z dnia 30 czerwca 2020 r. (sygn. akt III CZP 69/19).
Wyrok NSA z dnia 25 września 2001 r. (sygn. akt III SA 3330/00).
Wyrok NSA z dnia 2 grudnia 2010 r. (sygn. akt II GSK 1048/09).

Wyrok NSA z dnia 20 stycznia 2011 r. (sygn. akt II GSK 48/10).
Wyrok SN z dnia 21 marca 2013 r. (sygn. akt II CSK 322/12).
Wyrok NSA z dnia 25 lutego 2014 r. (sygn. akt II GSK 1890/12).
Wyrok SN z dnia 5 lutego 2016 r. (sygn. akt II CSK 139/15).
Wyrok TK z dnia 21 czerwca 2005 r. (sygn. akt P 25/02).

Literatura

Adamska M. (red.), *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej,* praca zbiorowa ekspertów BDO, Warszawa 2008.

Agarwal A., Saha S., Mittal C., *Indian Company Law*, Agra 2020.

Anand D., *Finance for Everyone*, New Delhi 2019.

Andedas M., Wooldridge F., *European Comparative Company Law*, Cambridge 2009.

Aronstein M., *The Decline and Fall of the Stock Certificate in America*, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation 1978, nr 1.

Anduła A., Tąkiel M., *Envisaged Changes in the Local and Cross-Border M&A Regulations*, Legal Industry Reviews 2023, nr 2.

Asyngier R., *Wprowadzanie akcji do obrotu na rynku NewConnect na tle głównych alternatywnych systemów obrotu w Europie*, Annales UMCS sectio H 2013, tom XLVII, z. 2.

Bancel F., Mittoo U.R., *Survey evidence: What do we know about European and US firms' motivations for going public?* [w:] M. Levis, S. Vismara (red.), *Handbook of Research on IPOs*, Northampton 2013.

Barcik J., Wentkowska A., *Prawo Unii Europejskiej*, Warszawa 2014.

Barcz J., Górka M., Wyrozumska A., *Instytucje i prawo Unii Europejskiej*, Warszawa 2017.

Bartos J., *United States Securities Law: A Practical Guide*, Alphen aan den Rijn 2006.

Bączyk M., Koziński M., Michalski M., Pyzioł W., Szumański A., Weiss I., *Papiery wartościowe*, Kraków 2000.

Bebczuk R., *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*, Cambridge 2003.

Bednarz E., *Blaski i cienie warszawskiego parkietu*, Horyzonty Finansów 2010, nr 2.

Berk G., *Louis D. Brandeis and the Making of Regulated Competition, 1900–1932*, Cambridge 2009.

Berle A., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932.

Bernanke B., Gertler M., *Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations*, American Economic Review 1989, nr 1.

Bertoni F., Colombo M.G., Quas A., *The patterns of venture capital investment in Europe*, Small Business Economics 2015, vol. 45, nr 3.

Bilewska K., Chłopecki A., *Prawo handlowe*, Warszawa 2020.

Binek B., Heciak P., Stępniewski M., Waltz-Komierowska D., *Prawa i obowiązki spółki publicznej*, Warszawa 2007.

Blajer-Gołębiewska A., *Asymetria informacji w relacjach inwestorskich. Perspektywa nadzoru korporacyjnego*, Gdańsk 2012.

Błachnio-Parzych A., *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011.

Brandeis L.D., *Other People's Money and How The Bankers Use It*, New York 1914.

Bronowska M., Matraszek J., *Blockchain a rejestr akcjonariuszy*, PPH 2020, nr 4.

Busch D., *MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access*, Law and Financial Markets Review 2016, nr 10.

Chabasiewicz W., *Ostateczna liczba oferowanych publicznie akcji*, PPH 2013, nr 3.

Chamska K., Ściński G., *Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie GPW oraz na rynku Newconnect – analiza porównawcza*, Finanse i Prawo Finansowe 2017, vol. 2, nr 14.

Chan D., Fontan F., Rosati S., Russo D., *The Securities Custody Industry*, European Central Bank Occasional Paper Series 2007, nr 68.

Changmin C., *Cross-border Transactions of Intermediated Securities*, Berlin 2012.

Chłopecki A., *Roszczenie o wydanie dokumentu akcji w świetle przepisów prawa*, Glosa 1995, nr 11.

Chłopecki A., *Akcje zdematerializowane w małżeńskiej wspólności majątkowej*, PPH 2008, nr 10.

Chłopecki A., *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, PPH 2004, nr 7.

Chłopecki A., *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (I)*, PPH 1995, nr 8.

Chłopecki A., *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym (II)*, PPH 1995, nr 9.

Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe*, Warszawa 2001.

Chłopecki A., *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, nr 11.

Chłopecki A., *Recenzja, F. Zoll, Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2001*, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 9.

Chłopecki A., *Regulacje spółki publicznej a kodeks spółek handlowych*, PPH 2015, nr 4.

Chłopecki A., *Sposób tworzenia prawa, w tym wpływu prawa UE na polskie prawo rynku kapitałowego*, Nasz Rynek Kapitałowy 2005, nr 9.

Chłopecki A., *Prawna charakterystyka wezwań na sprzedaż i zamianę akcji*, [w:] M. Modrzejewska (red.), *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa Profesora Józefa Okolskiego*, Warszawa 2010.

Chłopecki A., Domański G., Jurga R., Michalski M., Sobolewski L., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999.

Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2017.

Chłopecki A., Dyl M., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz Lex*, Warszawa 2014.

Chłopecki A., Malanowski Ł., *Handel algorytmiczny*, Monitor Prawa Bankowego 2014, nr 7–8.

Chmielnicki P., *Uniwersalna metoda oceny skutków regulacji prawnych*, Przegląd Prawa Publicznego 2013, nr 7–8.

Christofferson T., *The French Socialists in Power, 1981–1986: From Autogestion to Cohabitation*, Delaware 1991.

Ciećwierz P., Zielińska-Barłożek I. (red.), *Ryzyka prawne w transakcjach fuzji i przejęć*, Warszawa 2013.

Cohen L., *Holdouts and Free Riders*, The Journal of Legal Studies 1991, nr 2.

Collins P., *Regulation of Securities, Markets, and Transactions: A Guide to the New Environment*, Hoboken 2011.

Conac P., Segna U., Thévenoz L. (red.), *Intermediated Securities: The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation*, Cambridge 2013.

Cook W., *The Corporation*, American Bar Association Journal 1923, vol. 9, nr 8.

Crosby H., *The Results of the German Exchange Act of 1896*, Political Science Quarterly 1898, vol. 13, nr 2.

Cunningham A., *Behavioral Finance and Investor Governance*, Washington & Lee Law Review 2002, nr 59.

Czekaj J. (red.), *Rynki, instrumenty, instytucje finansowe*, Warszawa 2008.

Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*, Warszawa 2001.

Czerniawski R., *Dematerializacja papierów wartościowych. Geneza*, [w:] J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka (red.), *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, Lublin 2016.

Czerniawski R., *Walne zgromadzenie spółki akcyjnej*, Warszawa 2009.

Czerniawski R., Wierzbowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Komentarz*, Warszawa 1996.

Czerniawski R., Wierzbowski M., *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2000.

Dąbrowska J., *Identyfikacja akcjonariuszy w spółkach akcyjnych*, PPH 2021, nr 2.

Dąbrowska J., *Obowiązek publikacji w Monitorze Sądowym i Gospodarczym podmiotów podlegających KrRejSU*, MPH 2019, nr 1.

Dąbrowska J., *Powszechna dematerializacja akcji i akcje rejestrowe*, [w:] M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak, J. Szczotka (red.), *Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie. Tom I*, Warszawa 2020.

Das S., *The Financial System in India, Markets, Instruments, Services and Regulations*, New Delhi 2015.

Dębicka A., *Sprawne państwo: współczesne koncepcje i instrumenty zarządzania publicznego a administracja publiczna*, Warszawa 2008.

Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2007.

Dierkens N., *Information Asymmetry and Equity Issues*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 1991, nr 2.

Dobrowolski K., *Agenda Warsaw City 2010 – założenia i realizacja*, Studia i Materiały Instytutu Transportu i Handlu Morskiego 2011, nr 8.

Domański G., *Skutki zniesienia przez sąd emisji akcji w spółce publicznej po połączeniu emisji*, PPH 1996, nr 10.

Draho J., *The IPO Decision: Why and how Companies Go Public*, Northampton 2004.

Dubovec M., *The Law of Securities, Commodities and Bank Accounts: The Rights of Account Holders*, Northampton 2014.

Dyl M., *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012.

Dyl M., *Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego*, PPH 2004, nr 9.

Eisenhardt K., *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989, nr 1.

Ernst D., Häcker J., *Applied International Corporate Finance*, München 2012.

Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance 1970, nr 2.

Fama E., *Efficient Capital Markets: II*, The Journal of Finance 1991, nr 5.

Fama E., Jensen M., *Organizational Forms and Investment Decisions*, Journal of Financial Economics 1985, nr 14.

Fama E., Jensen M., *Separation of Ownership and Control*, The Journal of Law & Economics 1983, nr 2.

Ferran E., Moloney N., Hill J., Coffee J., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge 2012.

Ferrarini G., Moloney N., *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, European Business Law Organization 2012, nr 4.

Fidanza B., Morresi O., Pezzi A., *The Decision to Delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private*, Cham 2018.

Fohlin C., *Regulation, taxation and the development of the German universal banking system*, *1884–1913*, European Review of Economic History 2002, vol. 6, nr 2.

Frąckowiak J., *Osiemdziesiąt lat polskiego prawa handlowego – wzloty, upadki oraz mozolna reaktywacja*, Przegląd Prawa i Administracji 2015, nr 101.

Frąckowiak J., *Powstanie spółki akcyjnej i zarys jej konstrukcji*, [w:] M. Michalski (red.), *Kształtowanie się spółki akcyjnej a doświadczenia polskie*, Warszawa 2020.

Fried J., *Firms Gone Dark*, University of Chicago Law Review 2009, vol. 76.

Friedman J., *Game Theory with Applications to Economics*, Oxford 1996.

Furtek M., Jurcewicz W., *Corporate governance – ład korporacyjny w spółkach kapitałowych*, PPH 2002, nr 6.

Gale D., *The Law of Supply and Demand*, Mathematica Scandinavica 1955, vol. 3, nr 1.

Gallagher T., Andrew J., *Financial Management, Principles and Practice*, Saint Paul 2007.

Gasiński Ł., *Granice swobody kształtowania treści statutu spółki akcyjnej,* Warszawa 2014.

Gessel-Kalinowska vel Kalisz B., *Oświadczenia i zapewnienia w umowie sprzedaży udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością (w świetle zasady swobody umów),* Warszawa 2010.

Gębusia I., *Zmiany w regulacji rynku instrumentów finansowych wynikające z przyjęcia tzw. pakietu MIFID II/MIFIR*, MPH 2017, nr 1.

Gilson R., Kraakman R., *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Informational Costs*, Virginia Law Review 2014, vol. 100, nr 2.

Glicz M., *Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna*, Warszawa 2018.

Gniewek E. (red), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2008.

Gomoła M., *Powstanie papieru wartościowego w świetle ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi,* Pr. Sp. 2000, nr 10.

Goszczyk M., *Powstanie praw akcyjnych i akcji*, cz. II, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 11.

Grabowski J., *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996.

Grabowski K., *Dyrektywa o niektórych prawach akcjonariuszy i jej konsekwencje dla spółek publicznych*, Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego 2008, nr 4.

Grabowski K., *Dyrektywa o prawach akcjonariuszy. Studium tworzenia prawa i przewodnik po dyrektywie*, Kraków–Warszawa 2014.

Grabowski M., *Prowadzenie rejestru akcjonariuszy a obowiązki wynikające z ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy*, PPH 2021, nr 2.

Graham B., *The Intelligent Investor*, New York 2008.

Gronkiewicz-Waltz H., Wierzbowski M. (red.), *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne*, Warszawa 2009.

Grossman S., Hart O., Takeover Bids, *The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, The Bell Journal of Economics 1980, nr 1.

Grossman S., Stiglitz J., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, The American Economic Review 1980, nr 3.

Grzegorczyk E., *Sektor private equity/venture capital w Polsce na tle Europy*, Łódź 2017.

Grześków M., *Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym (część I)*, PPH 2020, nr 8.

Grześków M., *Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym (część II)*, PPH 2020, nr 9.

Grześków M., *Status prawny agenta emisji*, PPH 2019, nr 5.

Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Kraków 2006.

Haentjens M., de Gioia Carabellese P., *European Banking and Financial Law*, New York 2015.

Haładyj K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009.

Hawawini G., *Financial Innovation and Recent Developments in the French Capital Markets*, University of Pennsylvania Journal of Business Law 1987, vol. 9, nr 1.

Healy P., Palepu K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics 2001, nr 31.

Heim R.G., *Going Public in Good Times and Bad: A Legal and Business Guide*, New York 2002.

Hill C., Jones T., *Stakeholder-Agency Theory*, Journal of Management Studies 1992, nr 29.

Horosz P., *Od klasycznych papierów wartościowych do zdematerializowanych instrumentów finansowych – ewolucja i perspektywy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie 2018, nr 7.

Hu H., *The New Portfolio Society, SEC Mutual Fund Disclosure, and the Public Corporation Model*, The Business Lawyer 2005, vol. 60, nr 4.

Izdebski P., *Umowa o prowadzenie rejestru akcjonariuszy – wybrane uwagi konstrukcyjnoprawne*, PPH 2021, nr 2.

Jakubiec A., *Opcja jako instrument finansowy rynku kapitałowego. Analiza cywilnoprawna*, Łódź 2014.

Janowski J., *Elektroniczny obrót prawny*, Warszawa 2008.

Janowski J., *Podpis elektroniczny w obrocie prawnym*, Warszawa 2007.

Jastrzębski J., *Pełnomocnictwo do udziału i głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych (zagadnienia ogólne z wyłączeniem konfliktu interesów)*, PPH 2009, nr 9.

Jastrzębski J., *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009.

Jastrzębski J., *Uwagi na tle regulacji zniesienia dematerializacji akcji w związku z planowaną nowelizacją ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2012, nr 12.

Jastrzębski R., *Dematerializacja papierów wartościowych. Na marginesie pracy J. Jastrzębskiego: Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji, Warszawa 2009*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2011, nr 4.

Jensen M., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review 1986, nr 2.

Jensen M., *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review 1989 (b), vol. 67, nr 5.

Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 1976, nr 4.

Jobst C., *Market leader: the Austro-Hungarian Bank and the making of foreign exchange intervention, 1896–1913*, European Review of Economic History 2009, vol. 13, nr 3.

Jolls T., *Can We Do Without Stock Certificates? A Look at the Future*, The Business Lawyer 1968, vol. 23, nr 4.

Jungmann C., *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany*, European Company and Financial Law Review 2006, nr 6.

Kahle K., Stulz R., *Is the US Public Corporation in Trouble?* The Journal of Economic Perspectives 2017, vol. 31, nr 3.

Kaliński J., *Kiedy zaczęło się odradzanie gospodarki rynkowej w Polsce?* Optimum: Studia Ekonomiczne 2015, nr 1.

Kanzaki K., *Immobilization of Stock Certificates: The Position of the Beneficial Shareholder*, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation 1981, vol. 3.

Kappes A., *Charakter prawny akcji jako papieru wartościowego*, PPH 2016, nr 9.

Kappes A., *Prosta spółka akcyjna – czy rzeczywiście prosta i czy potrzebna? Uwagi do projektu nowelizacji Kodeksu spółek handlowych, wprowadzającego prostą spółkę akcyjną (projektowane art. 300^{1}–300^{121} k.s.h.)*, PPH 2018, nr 5.

Kaszubski R., Tupaj-Cholewa A., *Prawo bankowe*, Warszawa 2010.

Kaur H., *Handbook on Company Law*, Punjab 2019.

Kesten J., *The Law and Economics of the Going-Public Decision*, [w:] D. Cumming, S. Johan (red.), *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford 2018.

Kidyba A. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do art. 301–490*, Warszawa 2020.

Kidyba A., *Prawo handlowe*, Warszawa 2011.

Klibisz K., Majewska M., *Wybrane problemy dematerializacji papierów wartościowych*, Zarządzanie i Finanse 2012, nr 1.

Klinger B., Szczepański J., *Blockchain – history, features and main areas of application*, Człowiek w Cyberprzestrzeni 2017, nr 1.

Kmiecik Z., *Wszczęcie ogólnego postępowania administracyjnego na żądanie*, Ius Novum 2008, nr 1.

Kołacz J., *Prawo inwestora do informacji na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012.

Komosa T., *Papiery wartościowe (opracowanie monograficzne)*, PPH 1995, nr 4 – wkładka.

Kozioł L., *Dualistyczny i monistyczny system nadzoru w spółce*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego 2009, nr 2/2.

Król K., *Crowdfunding. Od pomysłu do biznesu, dzięki społeczności*, Warszawa 2013.

Kruczalak K. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2001.

Kruczalak-Jankowska J., *Prosta spółka akcyjna – polską superspółką?* PPH 2018, nr 9.

Krupa Ł., Kuliński M., Maćkowska K., Maćkowski R., Pęczkowski B., Sikorski S., Wawer M., Zołotar A., *Odpowiedzialność kadry zarządzającej spółek kapitałowych*, Warszawa 2014.

Kumar R., *Role of Central Depository Services Limited (CDSL) in Growth of Indian Capital Market*, International Journal of Multidisciplinary Educational Research 2020, vol. 9, nr 5.

Lang M., Lundholm R., *Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hyping the Stock?* Contemporary Accounting Research 2010, nr 4.

Lemonnier M., *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011.

Lemonnier M., Zięty J., Mariański M., *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011, nr 8.

Lewandowski R., *Publiczna spółka komandytowo-akcyjna*, MP 2007, nr 19.

Lexis W., *The New German Exchange Act*, The Economic Journal 1897, vol. 7, nr 27.

Lichosik A., *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, [w:] J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka (red.), *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, Lublin 2016.

Lo A., *Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis*, Journal of Investment Consulting 2005, nr 2.

Loeb E., *The German Exchange Act of 1896*, The Quarterly Journal of Economics 1897, vol. 11, nr 4.

Macey J., O'Hara M., Pompilio D., *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, Journal of Law and Economics 2008, nr 11, vol. 51.

Machnikowski P., *Recenzja pracy F. Zolla, Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych, Warszawa 2001*, PiP 2002, nr 4.

Malkiel B., *A random walk down Wall Street: The time-tested strategy for successful investing*, New York 2003.

Manne H., *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, Virginia Law Review 1967, nr 53.

Mariański M., *Pozycja emitenta na rynku finansowym – ewolucja oraz kierunki przemian*, PPH 2017, nr 8.

Martinez I., Serve S., Djama C., *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*, https://ssrn.com/abstract=2591449 (dostep: 20 lutego 2021 r.).

Mataczyński M., *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011.

Mataczyński M., *Swoboda przepływu kapitału a złota akcja Skarbu Państwa*, Warszawa 2007.

Matraszek J., Wojciechowska Z., *Wpływ przepisów wprowadzających obowiązkową dematerializację na zaskarżanie uchwał organów „właścicielskich" spółek akcyjnych*, PPH 2020, nr 11.

Mayson S., French D., Ryan C., *Company Law*, Oxford 2013.

Mazgaj M., *Dematerializacja akcji w spółkach niepublicznych – przyszłe perspektywy*, [w:] J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka (red.), *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, Lublin 2016.

McLaughlin S., *Unlocking Company Law*, Abingdon 2013.

Michalski M., *O genezie spółek akcyjnych, czyli dlaczego wiek XIX ukształtował spółkę akcyjną*, [w:] A. Dańko-Roesler, M. Leśniak, M. Skory, B. Sołtys (red.), *Ius est ars boni et* aequi. *Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Józefowi Frąckowiakowi*, Warszawa 2018.

Michalski M., *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, PPH 2008, nr 1.

Michalski M., *Pojęcie „dokumentu akcji" a pojęcie „akcji" w Kodeksie spółek handlowych*, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 8.

Michalski M., *Powszechna dematerializacja akcji, czyli między zabiegiem technicznym a rewolucją cyfrową*, PPH 2021, nr 2.

Michalski M., *Spółka akcyjna w obrocie prawnym w Polsce oraz w prawie polskim od 1918 r. do 1939 r.*, MPH 2017, nr 3.

Michalski M., *Spółki publiczne*, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne formy spółek*, Warszawa 2017.

Michalski M., *Spółki Skarbu Państwa na rynku kapitałowym*, [w:] A. Kidyba (red.)*, Spółki z udziałem Skarbu Państwa a Skarb Państwa*, Warszawa 2015.

Michalski M. (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014.

Michalski M., *Uwagi krytyczne w zakresie zniesienia anonimowości jako cechy konstytutywnej spółki akcyjnej*, PPH 2020, nr 3.

Micic I., *Crowdfunding: Overview of the Industry, Regulation and Role of Crowdfunding in the Venture Startup*, Hamburg 2015.

Millet-Reyes B., Zhao R., *A Comparison Between One-Tier and Two-Tier Board Structures in France*, Journal of International Financial Management & Accounting 2010, nr 3.

Millon D., *Theories of the Corporation*, Duke Law Journal 1990, nr 2.

Mintz S., *A comparison of corporate governance systems in the U.S., UK and Germany*, Corporate Ownership and Control 2006, nr 3.
Modrzejewski P., Potasz A., *Umorzenie dokumentów akcji a obowiązek ich dematerializacji*, PPH 2020, nr 7.
Mojak J., Jakubek M., *Prawo giełdowe. Papiery wartościowe. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*, Lublin 1999.
Moloney N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014.
Mroczkowski R. (red), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz Lex*, Warszawa 2014.
Mulhern G., *First Steps Toward a Certificateless Society Under Existing Law: One Practitioner's Experience*, The Business Lawyer 1971, vol. 26, nr 3.
Murphy J., *Technical analysis of the financial markets: A comprehensive guide to trading methods and applications*, New York 1999.
Myerson R., *Game theory: Analysis of conflict*, Cambridge 1997.
Napierała J., *Europejskie prawo spółek. Prawo spółek Unii Europejskiej z perspektywy prawa polskiego*, Warszawa 2013.
Nowosad W., *Nowe rozporządzenie prospektowe – analiza wybranych zmian legislacyjnych*, PPH 2018, nr 10.
Ofiarski Z., *Prawo bankowe: Komentarz Lex*, Warszawa 2013.
Okolski J., *Spółki handlowe w świetle zmian w niektórych krajach EWG*, PIP 1986, nr 6.
Okolski J., *Umowne formy integracji gospodarczej w Polsce,* Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1986, nr 8–9.
Okolski J., *W sprawie zmian w uregulowaniu spółek handlowych w Polsce*, Palestra 1988, nr 8–9.
Okolski J., Modrzejewska M. (red.), *Prawo handlowe*, Warszawa 2016.
Okolski J., Modrzejewski J., Gasiński Ł., *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH 2000, nr 8.
Okolski J., Opalski A., *Porozumienie akcjonariuszy*, PPH 1999, nr 2.
Okolski J., Opalski W., *Uwagi na temat możliwości tworzenia organizacji koncernowych w Polsce*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1987, nr 6.
Okolski J., Strzelecka S., *Nowy typ spółki kapitałowej – prosta spółka akcyjna*, [w:] M. Dumkiewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak, J. Szczotka (red.),

Sto lat polskiego prawa handlowego. Księga jubileuszowa dedykowana Profesorowi Andrzejowi Kidybie. Tom I, Warszawa 2020.

Okolski J., Wajda D., *Cel spółki akcyjnej*, [w:] A. Kidyba, R. Skubisz (red.), *Współczesne problemy prawa handlowego. Księga Jubileuszowa dedykowana prof. dr hab. Marii Poźniak-Niedzielskiej*, Kraków 2007.

Okolski J., Wajda D., *Rządy większości a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych*, PPH 2005, nr 6.

Okolski J., Żebrowski R., *Aktualne problemy regulacji spółek z udziałem Skarbu Państwa i państwowych osób prawnych*, [w:] A. Dańko-Roesles, M. Leśniak, M. Skory, B. Sołtys (red.), *Ius est ars boni et aequi: Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Józefowi Frąckowiakowi*, Wrocław 2018.

Okolski J., Żebrowski R., *Nowy model zarządzania i nadzoru nad spółkami Skarbu Państwa*, [w:] P. Pinior (red.), *Prawo handlowe. Między teorią, praktyką a orzecznictwem. Księga jubileuszowa dedykowana profesorowi Januszowi A. Strzępce*, Warszawa 2019.

Opalski A., *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010.

Opalski A. (red.), *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, Tom IIIA, Legalis/el. 2016.

Opalski A., *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej (część I)*, PPH 2019, nr 11.

Opalski A., *Prosta spółka akcyjna – nowy typ spółki handlowej (część II)*, PPH 2019, nr 12.

Opalski A., *Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia*, PPH 2011, nr 8.

Opalski A., Romanowski M., *Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym*, MP 2009, nr 7 – dodatek.

Oppenheimer M., Mercuro N. (red.), *Law and Economics: Alternative Economic Approaches to Legal and Regulatory Issues*, New York 2005.

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

Oplustil K., *Pełnomocnictwo do występowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych z 5.12.2008*, PPH 2009, nr 11.

Oplustil K., *Recenzja – Dyrektywa o prawach akcjonariuszy. Studium tworzenia prawa i przewodnik po dyrektywie, Oficyna Allerhanda, Kraków–Warszawa 2014, 430 stron*, Prakseologia 2015, tom 1.

Pachucki M., *Alternatywny System Obrotu – nowe miejsce obrotu instrumentami finansowymi*, PPH 2008, nr 1.

Pachucki M., Plutecki A., *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. Poradnik dla emitentów*, Warszawa 2018.

Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, The Journal of Finance 1998, vol. 53, nr 1.

Pietrancosta A., Grottes A., *Has the notion of "private offerings" been abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3124225.

Pietrzykowski K. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom II*, Warszawa 2003.

Pigou A., *The Interdependence of Different Sources of Demand and Supply in a Market*, The Economic Journal 1913, vol. 23, nr 89.

Podrecki P., *Dematerializacja papierów wartościowych na przykładzie akcji w ujęciu prawnoporównawczym*, Studenckie Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Jagiellońskiego, Prawo 1995, nr 2.

Popardowski P., *Odniesienia do problematyki spółek handlowych w najnowszym orzecznictwie Sądu Najwyższego*, Glosa 2020, nr 4.

Popiołek W., *Akcja – prawo podmiotowe*, Warszawa 2010.

Popiołek W., *Rozporządzanie akcjami rejestrowymi spółek niepublicznych*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2020, nr 5.

Pośląd M., Thiel S., Zwoliński T., *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, Warszawa 2006.

Pretto-Sakmann A., *Boundaries of Personal Property: Shares and Sub-Shares*, Oxford 2005.

Puchalski A., *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Warszawa 2016.

Puchalski A., *Polska regulacja przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych na tle prawa unijnego*, PPH 2015, nr 1.

Puchalski A., Zmysłowska M., *Podmiot uprawniony do rozpoczęcia procedury zniesienia dematerializacji akcji – uwagi na kanwie art. 91 ustawy o ofercie publicznej*, PPH 2013, nr 8.

Pyzioł W., Szumański A., Weiss I., *Prawo spółek*, Warszawa 2016.

Rabin M., *Incorporating Fairness into Game Theory and Economics*, The American Economic Review 1993, nr 5.

Radwan A., *Ius dissidentium: granice konsensusu korporacyjnego i władzy większości w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2016.

Radwański Z., *Elektroniczna forma czynności prawnej*, MP 2001, nr 22.

Radwański Z., *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2009.

Rajendiran K., *Innovations in Banking Sector,* JAC: Journal of Composition Theory 2019, vol. 12, nr 12.

Rassnick L., *Certificateless Deposits and Transfers of Securities in the Federal Reserve System*, The Business Lawyer 1971, vol. 26, nr 3.

Raval J., *Capital Market Reforms in India*, Paripex – Indian Journal of Research 2020, vol. 9, nr 1.

Rechtschaffen A., *Capital Markets, Derivatives and the Law*, New York 2009.

Regiec A., *Hybrydowe rodzaje spółek w prawie amerykańskim*, PPH 2017, nr 4.

Reiche O., *The Phenomenon of IPO Underpricing in the European and U.S. Stock Markets*, Hamburg 2015.

Reilly F., Brown K., *Investment Analysis and Portfolio Management*, Mason 2011.

Reisberg A., *Corporate Law in the UK after Recent Reforms: The Good, the Bad and the Ugly*, Current Legal Problems 2010, vol. 63.

Rickford J., *An Introduction to the UK Companies Act,* European Company and Financial Law Review 2008, vol. 5, nr 1.

Ripin R., Geyrhalter V., *Delisting – the US and the German Perspective,* [w:] K. Lucks (red.), *Transatlantic Mergers and Acquisitions: Opportunities and Pitfalls in GermanAmerican Partnerships*, Erlangen 2005.

Ritter J.R., *The Costs of Going Public*, Journal of Financial Economics 1987, vol. 19, nr 2.

Roach L., *Company Law Concentrate: Law Revision and Study Guide*, Oxford 2016.

Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003.

Romanowski M., *Przenoszenie praw z papierów wartościowych w świetle projektu nowelizacji ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, MP 1997, nr 4.

Romanowski M., *Przenoszenie praw z papierów wartościowych w ujęciu art. 5 § 5 ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, MP 1996, nr 10.

Romanowski M., *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, PPH 2009, nr 3.

Romanowski M., *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych*, PiP 1999, nr 10.

Rose C., *The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance*, Corporate Governance: An International Review 2005, nr 13.

Rosen J., *Louis D. Brandeis, American Prophet*, Yale 2016.

Ross S., *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, The American Economic Review 1973, vol. 63, nr 2.

Róg-Dyrda J., *Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami*, Warszawa 2018.

Rzeszotarski R., *Wycofanie z obrotu giełdowego (delisting) akcji zagranicznej spółki publicznej – uwagi de lege ferenda*, PPH 2016, nr 2.

Samuelson P., Nordhaus W., *Economics,* New York 2010.

Schiller R., *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*, Journal of Economic Perspectives 2003, nr 1.

Schneeman A., *The Law of Corporations and Other Business Organizations*, New York 2010.

Schulz M., Wasmeier O., *The Law of Business Organizations: A Concise Overview of German Corporate Law*, Berlin 2012.

Schwert G.W., *Stock Market Volatility*, Financial Analysts Journal 1990, vol. 46, nr 3.

Sheikh S., *A Guide to the Companies Act 2006*, Abingdon 2008.

Siemiątkowski T., *Monistyczny model ładu korporacyjnego w spółce europejskiej jako alternatywny system zarządzania i nadzoru w korporacji*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów / Szkoła Główna Handlowa 2005, nr 57.

Siwek P., *Pierwsze oferty publiczne (IPO) jako element przekształceń własnościowych w Polsce*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2001, nr 1–2.

Sloan J., *Economics*, Essex 2006.

Smith V., *An Experimental Study of Competitive Market Behavior*, Journal of Political Economy 1962, vol. 70, nr 2.

Sobolewski L. (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999.

Sobolewski L., *Przenoszenie praw z papierów wartościowych według nowego Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi – artykuł polemiczny,* MP 1997, nr 8.

Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Warszawa 2003.

Sołtysiński S. (red.), *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, Lex/el. 2013.

Sołtysiński S. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 17A. Prawo spółek kapitałowych*, Warszawa 2010.

Sopoćko A., *Giełda Papierów Wartościowych*, Warszawa 1993.

Sójka T., *Dematerializacja akcji niepublicznej spółki akcyjnej*, MP 2020, nr 13.

Sójka T., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.

Sójka T., *Obrót akcjami prostej spółki akcyjnej*, PPH 2020, nr 1.

Sójka T., *Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej*, PPH 2006, nr 4.

Sójka T., *O potrzebie zmian unormowań niepublicznych spółek kapitałowych – uwagi na kanwie projektu przepisów o prostej spółce akcyjnej*, PPH 2018, nr 9.

Sójka T. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015.

Sójka T., *Reaktywne mechanizmy obrony przed wrogim przejęciem w prawie polskim*, PPH 2017, nr 11.

Sójka T., *Umorzenie akcji*, Kraków 2004.

Sójka T., *Umowa objęcia akcji*, Warszawa 2012.

Sójka T. (red.), *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2010.

Sójka T., *Wpis na rachunek papierów wartościowych*, Monitor Prawa Bankowego 2014, nr 7–8.

Sójka T., Rycerski A., *Agent emisji obligacji*, internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny 2019, nr 7.

Sójka T., Stranz J., *Najnowsze zmiany w dyrektywie o prawach akcjonariuszy – w kierunku pobudzania aktywizmu akcjonariuszy*, [w:] K. Bilewska (red.) *Efektywność zarządzania i nadzoru w spółce handlowej. W poszukiwaniu optymalnego ustroju spółki*, Warszawa 2018.

Stec M. (red.), *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4*, Warszawa 2016.

Stockhammer E., *Shareholder Value Orientation and the Investment-Profit Puzzle*, Journal of Post Keynesian Economics 2005–2006, vol. 28, nr 2.

Stokłosa A., Syp S., *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017.

Stopyra A., Woźniak R., *Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Komentarz*, Warszawa 2017.

Strzępka J. (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2019.

Surendar G., *Dematerialization of Shares & Retail Investors in India – A Study*, International Journal of Engineering and Management Research 2015, vol. 5, nr 3.

Suwalski A., *Ekonomiczno-społeczne zagadnienia sporu o powszechne uwłaszczenie*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 1997, z. 1.

Szczurowski T., *Wadliwość czynności prawnych spółek kapitałowych na tle sankcji kodeksu cywilnego*, Warszawa 2012.

Szewczyk J., *Progowe obowiązki notyfikacyjne*, Monitor Prawniczy 2020, nr 9.

Szewczyk J., *Publiczne oferowanie papierów wartościowych*, Monitor Prawniczy 2020, nr 3.

Szopa A., *Podstawy inżynierii finansowej*, Warszawa 2012.

Szumański A., *Nowelizacje kodeksu spółek handlowych w okresie od 2013 do 2017 r. z uwzględnieniem planowanej nowelizacji przewidującej obowiązkową dematerializację wszystkich akcji*, [w:] J. Frąckowiak (red.), *Kodeks spółek handlowych po 15 latach obowiązywania*, Warszawa 2018.

Szumański A. (red.), *System Prawa Prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006.

Szymanek A., Wiśniewski T., *Spółki branży ubezpieczeniowej w historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 2017, nr 4.

Szymański R., Kocemba K., *Obowiązki informacyjne spółek publicznych*, Warszawa 2013.

Śnieżek E., Wiatr M., *Przepływy pieniężne*, Warszawa 2014.

Świderska-Iwicka M., *Depozyt papierów wartościowych*, PPH 1995, nr 9.

Tąkiel M., Anduła A., *Introduction of the Holding Law regulation in Polish companies*, Legal Industry Reviews 2022, nr 1.

Tąkiel M., Anduła A., *The Simple Joint-Stock Company – Two Years in the Making: A Success Story or Market Failure*, Legal Industry Reviews 2023, nr 3.

Tąkiel M., *Charakterystyka czynu nieuczciwej konkurencji w świetle ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji*, [w:] K. Pujer (red.), *Problemy nauk prawnych. Tom 10*, Wrocław 2019.

Tąkiel M., *Funkcjonowanie kartelu międzynarodowego na przykładzie Organizacji Państw Eksportujących Ropę Naftową (OPEC)*, niepublikowana praca licencjacka, Warszawa 2010.

Tąkiel M., Koronkiewicz M. (red.), *Sztuczna inteligencja i nowe technologie w praktyce prawniczej*, Warszawa 2018.

Tąkiel M., *O potrzebie dalszej redefinicji spółki publicznej*, PPH 2022, nr 6.

Tąkiel M., *O wielowymiarowej relacji pomiędzy dematerializacją a spółką publiczną,* MPH 2022, nr 8.

Tąkiel M., *Pojęcie spółki publicznej w świetle proponowanych zmian legislacyjnych*, PPH 2019, nr 4.

Tąkiel M., Wagner D., Dąbrowski P., *Beyond Budgeting in a Law Firm a Contemporary Management Accounting Approach*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4425480 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.).

Tąkiel M., Wagner D., Maksym B., Tarczyński T., *Embracing Artificial Intelligence in the Legal Landscape: The Blueprint*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4488199 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.).

Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010.

Tucker M., Biernie B., *Asymmetric Information, Underpricing and IPO Allocation: The Case of Goldman Sachs IPOs Cited by the House Financial Services Committee*, Journal of Business & Economic Studies 2004, nr 2.

Vernimmen P., Quiry P., Dallocchio M., Fur Y., Salvi A., *Corporate Finance: Theory and Practice*, Chichester 2014.

Vossestein G., *Modernization of European Company Law and Corporate Governance. Some Considerations on its Legal Limits*, Bedfordshire 2010.

Wagner D., Tąkiel M., *Alternative Fee Arrangements and their role in the disruption of the traditional legal pricing model*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4358044 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.).

Wagner D., Tąkiel M., Dąbrowski P., *The Paradigm of Corporate Digital Responsibility and Challenges to Its Implementation in a Law Firm*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4441149 (dostęp: 30 czerwca 2023 r.).

Wajda D., *Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w kodeksie spółek handlowych*, Warszawa 2007.

Wajda P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011.

Wawryszuk-Misztal A., *Determinants of the Direct Costs of Initial Public Offerings on the Warsaw Stock Exchange*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2016, nr 282.

Welker M., *Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets*, Contemporary Accounting Research 1995, nr 2.

Werner W., *The Certificateless Society: Why and When?* The Business Lawyer 1971, vol. 26, nr 3.

Westenberg D., *Initial Public Offerings: A Practical Guide to Going Public*, New York 2019.

White H., *The Hughes Investigation*, Journal of Political Economy 1909, vol. 17, nr 8.

Widz E., *Rola centralnego kontrahenta w rozliczeniach transakcji na rynku nieregulowanym OTC na przykładzie działalności KDPW_CCP*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia 2017, nr 1.

Wierzbowski M. (red.), *Konstytucja Biznesu. Komentarz*, Warszawa 2020.

Wierzbowski M. (red.), *Prawo administracyjne*, Warszawa 2012.

Wierzbowski M., *Nowelizacja prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Pr. Sp. 1994, nr 9.

Wierzbowski M., *Postępowanie wyjaśniające przed Komisją Papierów Wartościowych i Giełd*, PPH 2005, nr 4.

Wierzbowski M., *Problemy obrotu prawami do polskich papierów wartościowych na rynkach obcych*, PiP 1994, nr 5.

Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, 2019.

Wiórek P.M., *O braku potrzeby wprowadzenia prostej spółki akcyjnej (PSA) z perspektywy prawnoporównawczej*, PPH 2018, nr 5.

Witkowska-Kenig M. (red.), *Prawo instytucjonalne Unii Europejskiej*, Warszawa 2017.

Włodarczyk M., *Proces dobrowolnego wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym*, PPH 2019, nr 12.

Włodyka S. (red.), *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004.

Włodyka S. (red.), *System Prawa Handlowego. Tom 2. Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2012.

Wolangiewicz M., *Środki obrony przed wrogim przejęciem stosowane na etapie poprzedzającym wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji*, PPH 2018, nr 6.

Woźniak R., *Moment powstania obligacji – uwagi na tle emisji obligacji zdematerializowanych*, PPH 2016, nr 4.

Woźniak R.*, Ustalenie ceny godziwej w wezwaniu określonym w art. 91 ust. 6 ustawy o ofercie publicznej,* Glosa 2016, nr 1.

Woźniak R., *Zasady ustalania ceny w przymusowym wykupie w przypadku spółki publicznej*, PPH 2014, nr 7.

Wójtowicz W. (red.), *Zarys finansów publicznych i prawa finansowego*, Warszawa 2011.

Wurgler J., *Financial markets and the allocation of capital*, Journal of Financial Economics 2000, nr 1–2.

Wyrzykowska A., Czekański Ł., *Odpowiedzialność członków organów spółek kapitałowych*, Warszawa 2016.

Yates G., Hinchliffe M., *A Practical Guide to Private Equity Transactions*, Cambridge 2010.

Zacharzewski K., *Dematerializacja akcji prywatnej (niepublicznej) spółki akcyjnej de lege ferenda*, Studia Iuridica Toruniensia 2018, nr 2.

Zacharzewski K., *Głos w dyskusji na temat istoty zdematerializowanych papierów wartościowych*, PPH 2016, nr 9.

Zacharzewski K., *Prawo giełdowe*, Warszawa 2019.

Zacharzewski K., *Regulacja dematerializacji w nowym Kodeksie cywilnym*, Studia Prawa Prywatnego 2012, z. 1.

Zacharzewski K., *Umowny obrót uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla (CO_2) do atmosfery*, [w:] Z. Kuniewicz, D. Sokołowska (red.), *Prawo kontraktów. Księga pozjazdowa VI Ogólnopolskiego Zjazdu Cywilistów, Szczecin–Międzyzdroje wrzesień 2016*, Warszawa 2017.

Zalega K., *Spór o pojęcie corporate governance*, Organizacja i Kierowanie 2000, nr 3.

Zamojski Ł., *Przepisy o charakterze karnym stosowane przez sąd rejestrowy*, Pr. Sp. 2008, nr 5.

Zmysłowska M., *Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku rezygnacji ze statusu spółki giełdowej w świetle regulacji państw Unii Europejskiej*, PPH 2018, nr 11.

Zmysłowska M., *Rezygnacja ze statusu spółki giełdowej a ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, niepublikowana rozprawa doktorska, Warszawa 2017.

Zoll F., *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001, 2004.

Zwolińska-Doboszyńska A., *Przymusowa dematerializacja akcji i rejestr akcjonariuszy w świetle ostatnich zmian legislacyjnych*, PPH 2020, nr 3.

Projekty aktów prawnych, uzasadnienia, dokumenty urzędowe, raporty i inne

BondSpot, http://bondspot.pl/o_rynku (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Companies (Prospectus and Allotment of Securities) Rules, 2014, https://www.sebi.gov.in/legal/rules/apr-2014/companies-prospectus-and-allotment-of-securities-rules-2014_34655.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Department for Business, Energy & Industrial Strategy, *EU Exit and Company Law*, https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/916656/eu-exit-company-law-guidance.pdf#page=9&zoom=100,57,234 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Department of Trade and Industry, *Company Law Reform*, Norwich 2005.

European IPO Task Force, *European IPO Report 2020 Recommendations to improve conditions for European IPO markets,* https://fese.eu/app/uploads/2020/03/European-IPO-Report-2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Główny Urząd Statystyczny, *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON, 2019 r.*, https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5504/1/24/1/zmiany_strukturalne_grup_podmiotow_gospodarki_narodowej_2019.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

GPW, *Biuletyn statystyczny GPW za 2018 r.*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2018_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

GPW, *Biuletyn statystyczny GPW za 2019 r.*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/statystyki_roczne/2019_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

GPW, *Biuletyn statystyczny NewConnect za 2018 r.*, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/statystyki/statystyki_roczne/2018_NC.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

GPW, *Biuletyn statystyczny NewConnect za 2019 r.*, https://newconnect.pl/pub/NEWCONNECT/statystyki/statystyki_roczne/2019_NC.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

GPW, https://www.gpw.pl/debiuty (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

GPW, https://www.gpw.pl/pl-home (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

GPW, *Przewodnik dla emitentów giełdowych. Droga po kapitał*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/inne/Przewodnik_emitenci_GR_GPW_2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

High Level Group of Experts on Company Law, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, http://www.notaries-of-europe.eu/files/position-papers/2002/DS3-reponse-cnue-17-06-02-en.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KDPW, *Informator dla polskich emitentów papierów wartościowych*, https://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/RejestracjaPapierowWartosciowych/Strony/rpw2_arch.aspx (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KDPW, *Przewodnik dla emitentów akcji, które podlegają przymusowej dematerializacji – część I (ogólna)*, http://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/RejestracjaPapierowWartosciowych/Documents/PRZEWODNIK_DLA_EMITENTOW_AKCJI_KTORE_PODLEGAJA_PRZYMUSOWEJ_DEMATERIALIZACJI_cz_I.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KDPW, *Przewodnik dla krajowych emitentów papierów wartościowych. Rejestracja papierów wartościowych w KDPW*, https://www.kdpw.pl/pl/Emitenci/krajowi/Documents/KDPW_PRZEWODNIK_REJESTRACJA_PW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, *Wzór wniosku o wycofanie akcji z obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Wniosek%20o%20wycofanie%20akcji%20z%20obrotu%20na%20rynku%20regulowanym%20lub%20w%20alternatywnym%20systemie%20obrotu.docx (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, *Zmiany ustawy o ofercie w zakresie wezwań – propozycje UKNF (projekt)*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/

Projekt_zmian_UKNF_dot_wezwan_na_sprzedaz_akcji_71487.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/espi (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, *Komunikat UKNF ws. obowiązkowej dematerializacji akcji z 5 listopada 2020 r.*, https://www.knf.gov.pl/komunikacja/komunikaty?articleId=71325&p_id=18 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, *Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_rozporzadzenia_prospektowego_66497.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, *Stanowisko UKNF w związku z wejściem w życie w dniu 30 listopada ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_29-11-2019_67928.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, *Komunikat UKNF ws. decyzji podjętych przez Komisję Nadzoru Finansowego w dniu 29 września 2020 r.*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_decyzji_KNF_29_09_2020_70880.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

KNF, *Zaktualizowane stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE*, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_rozporzadzenia_prospektowego_12-08-2019_66779.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Ministerstwo Finansów, *Strategia rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010"*, Warszawa 2004.

Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii, *Setki zmian dla firm*, https://www.gov.pl/attachment/05c2bfed-711e-4ebb-94c1-90e1ef27a762 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Monitor Sądowy i Gospodarczy z 22 lipca 2020 r., nr 141 (6031), poz. 35819, https://ems.ms.gov.pl/msig/przegladaniemonitorow.monitoritem.pobierzmonitor/141/2020/0.6333045959472656/$N (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Muzeum Historii Polski, *Kalendarium historyczne*, https://muzhp.pl/pl/e/1930/podpisanie-aktu-zalozycielskiego-gieldy-papierow-wartosciowych (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

National Securities Depository Limited, *Transfer of Shares*, https://nsdl.co.in/nsdlnews/SEBI-Announces.php#:~:text=The%20notification%20is%20about%20the,shares%20held%20by%20an%20investor.&text=You%20can%20visit%20your%20Depository,the%20same%20to%20the%20DP (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Ocena skutków regulacji zawartych w rządowym projekcie ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3755), http://orka.sejm.gov.pl/rexdomk8.nsf/0/ACDD7692A79C001BC125844F003BD8AD/%24File/i1700-19.docx (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Odpowiedź Ministerstwa Sprawiedliwości na opinię Rady Legislacyjnej z dnia 29 marca 2017 r., https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294656/12410427/12410428/dokument392778.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

OECD, *OECD Business and Finance Outlook 2016 – Changing Business Models of Stock Exchanges and Stock Market Fragmentation*, https://www.oecd.org/daf/ca/BFO-2016-Ch4-Stock-Exchanges.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Opinia Rady Legislacyjnej przy Radzie Ministrów o projekcie ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o europejskim zgrupowaniu interesów gospodarczych i spółce europejskiej,

17 marca 2017 r., https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294656/12410412/12410415/dokument293735.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Petycja Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych w sprawie utrzymania obowiązku przeprowadzenia wezwania *delistującego*, https://www.sii.org.pl/static/img/013674/2020-06-19_petycja_do_przepisow_o_wezwaniach_delistinguj--cych.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Polska Agencja Inwestycji i Handlu, *Indie. Przewodnik po rynku*, https://www.paih.gov.pl/files/?id_plik=34394 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, numer z wykazu prac legislacyjnych UD113, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12336750/12704852/12704857/dokument478433.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw z dnia 27 stycznia 2017 r. (numer z wykazu prac legislacyjnych UD117, wersja projektu z 5 lutego 2018 r.), https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12294656/katalog/12410412#12410412 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, numer z wykazu prac legislacyjnych UD144, http://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343/katalog/228351 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 15 listopada 2018 r. (numer wykazu prac legislacyjnych UC 130), https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000/katalog/12549052#12549052 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw z dnia 29 maja 2009 r., https://seg.org.pl/sites/seg13.message-asp.com/files/proj090615.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Projekty uchwał nadzwyczajnego zgromadzenia Elektrim S.A. w dniu 30 września 2020 r., https://www.elektrim.pl/bin/4982ab2252eaaab455623d647ef2ca97.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Prospekt emisyjny Allegro.eu, https://www.bm.pkobp.pl/media_files/cb8e3647-0907-4912-9872-50ad311abcf3.pdf (dostęp: 20 lute2 go 2021 r.).

Prospekt Emisyjny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/Akcje/Prospekt_Emisyjny_GPW.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

PWC, *Global Top 100 companies by market capitalisation*, https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/assets/global-top-100--companies-june-2020-update.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Raport bieżący AQT WATER S.A. nr 24/2020 z dnia 12 października 2020 r. – Oświadczenie Zarządu AQT Water S.A., http://biznes.pap.pl/pl/news/ebi/info/2989603,aqt-water-sa-(24-2020)-oswiadczenie-zarzadu-aqt-water-s-a- (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Raport bieżący ATM S.A. nr 38/2020 z dnia 29 września 2020 r. – Pierwsze wezwanie ATM S.A do złożenia dokumentów akcji oraz dokumentów warrantów subskrypcyjnych Spółki celem ich dematerializacji, https://www.atman.pl/inwestor/raporty/raporty-biezace/raport-biezacy-38-2020/ (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, wraz z załącznikami, w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 1 marca 2007 r., ze zm.

Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., ze zm.

Regulamin korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI), Załącznik do zarządzenia nr 88/2019 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2019 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Regulamin_korzystania_z_ESPI_66994.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 42/679/17 Rady Nadzorczej KDPW S.A. z dnia 26 września 2017 r., ze zm.

Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego

systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3755 z 6 sierpnia 2019 r.).

Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (druk nr 899 z 15 stycznia 2021 r.).

Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3541 z dnia 12 czerwca 2019 r.).

SEBI, *Operational guidelines for Transfer and Dematerialization of re-lodged physical shares*, https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/dec-2020/operational-guidelines-for-transfer-and-dematerialization-of-re-lodged-physical-shares_48336.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Sprawozdanie stenograficzne z 54. posiedzenia Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej w dniach 21, 22 i 23 marca 1991 r., http://orka2.sejm.gov.pl/StenogramyX.nsf/0/CB458E16F4638581C1257D20002CC72D/$file/054_000007101.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Sprawozdanie stenograficzne z 97. posiedzenia Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 8 stycznia 1997 r., http://orka2.sejm.gov.pl/Debata2.nsf/118b9e577f3fceeac125746d0030d0fa/f8ff1653ad9ac9f6c12574ef004b6edd?OpenDocument (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Sprawozdanie z działalności Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego w latach 2006–2010, https://www.gov.pl/attachment/a6314be4-2db6-4103-8e8a-7c03534df396 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Sprawozdanie z działalności Komisji Kodyfikacyjnej Prawa Cywilnego w latach 2011–2015, https://www.gov.pl/attachment/edaeb662-68f3-4f39-bdec-8907006acf1a (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w systemie UTP w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r., ze zm.

Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 655/17 Zarządu KDPW S.A. z dnia 28 września 2017 r.., ze zm.

Uchwała Nr 1062/2020 Zarządu Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. z dnia 21 października 2020 r., http://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Uchwaly/2020/1062-2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uchwała Nr 1153/2010 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 5 listopada 2010 r. w sprawie dopuszczenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych na okaziciela serii B spółki Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=44376&title=Uchwa%C5%82a+Nr+1153%2F2010 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uchwała Nr 1154/2010 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 5 listopada 2010 r. w sprawie wprowadzenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych na okaziciela serii B spółki Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=44377&title=Uchwa%C5%82a+Nr+1154%2F2010 (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uchwała Nr 14/2019 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 8 stycznia 2019 r. w sprawie wykluczenia z obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji spółki Próchnik S.A. w upadłości, https://www.gpw.pl/komunikaty-i-uchwaly-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=107843&title=PR%C3%93CHNIK+Uchwa%C5%82a+Nr+14%2F2019 (dostęp: 20 lutego 2020 r.).

Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariusza ATM S.A. z dnia 10 sierpnia 2020 r. w sprawie wycofania akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym, https://www.atman.pl/wp-content/uploads/2020/08/uchwaly-podjete-nwz-10-08-2020.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariusza ATM S.A. z dnia 10 września 2020 r. w sprawie wyboru podmiotu prowadzącego rejestr akcjonariuszy, https://www.atman.pl/wp-content/uploads/2020/09/akt-notarialny-10-09-2020_nwz.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Elektrim S.A. z dnia 6 listopada 2019 r. w sprawie dopuszczenia i wprowadzenia dotychczasowych akcji Elektrim S.A. do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych

w Warszawie S.A., https://www.elektrim.pl/bin/5f808cbe67efb7a60685bf1394144782.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uchwała Nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Elektrim S.A. z dnia 30 września 2020 r. w sprawie w sprawie Uchwały nr 3 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 6 listopada 2019 r., https://www.elektrim.pl/bin/5cb4618631f7213389d541d19c53937c.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uchwała Nr 104 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (Dz. U. poz. 1027).

Uchwała Nr 190 Rady Ministrów z dnia 29 października 2013 r. Regulamin pracy Rady Ministrów (M.P. z 2016 r., poz. 1006 ze zm.).

Uchwała Nr 762/2020 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 8 października 2020 r. w sprawie dopuszczenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych spółki Allegro.eu Société Anonyme z siedzibą w Luksemburgu, https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=110052&title=ALLEGRO.EU+SOCI%C3%89T%C3%89+ANONYME+(Uchwa%C5%82a+Nr+762/2020) (dostęp: 20 lute8go 2021 r.).

Uchwała Nr 766/2020 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 9 października 2020 r. w sprawie wprowadzenia do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych Allegro.eu Société Anonyme z siedzibą w Luksemburgu, https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=110053&title=ALLEGRO.EU+SOCI%C3%89T%C3%89+ANONYME+(Uchwa%C5%82a+Nr+766/2020) (dostęp: 20 lute8go 2021 r.).

Uchwała Nr 783/2020 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2020 r. w sprawie wycofania z obrotu na Głównym Rynku GPW akcji spółki ATM S.A., https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw?ph_main_01_start=show&cmn_id=110066&title=ATM+(Uchwa%C5%82a+Nr+783/2020) (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uwagi Ministra Finansów dotyczące projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, numer z wykazu prac legislacyjnych UD117, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294656/12410427/12410429/dokument392881.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw z dnia 29 maja 2009 r., https://seg.org.pl/sites/seg13.message-asp.com/files/proj090615_usad.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Uzasadnienie rządowego projektu o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (druk 3970 z dnia 26 kwietnia 2005 r.).

Uzasadnienie rządowego projektu o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3541 z dnia 12 czerwca 2019 r.).

Uzasadnienie rządowego projektu o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (druk nr 868 z dnia 7 stycznia 2021 r.).

Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (druk nr 991 z dnia 3 listopada 2016 r.).

Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 3755 z dnia 6 sierpnia 2019 r.).

World Federation of Exchanges, *The WFE Statistics Team, 2019 Annual Statistics Guide*, https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/WFE%20Annual%20Statistics%20Guide%202019%20v7.xlsx (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Wspólne stanowisko Rady Nadzorczej i Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 17 grudnia 2018 r. w sprawie zasad publicznego charakteru obrotu giełdowego, https://www.gpw.pl/pub/

GPW/files/PDF/Wspolne_stanowisko_RG_ZG.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Założenia legislacyjne zmiany kodeksu spółek handlowych dotyczące dematerializacji akcji na okaziciela, Projekt z 9 lutego 2015 r., https://www.gov.pl/attachment/67994970-2801-428e-b95f-934b9165e133 (dostęp: 20 lutego 2021 r.)

Zasady ładu korporacyjnego OECD, http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Zbiór Statystyk Banku Światowego, https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD?end=2019&start=1975&view=chart&year_high_desc=false (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Artykuły prasowe i internetowe

Bergandy M., *Czy NewConnect się przebudzi i przyciągnie spółki i inwestorów?* Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 15 lipca 2019 r.

Bergandy M., *Gdyby z NewConnect wycofać gry?* Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 26 lipca 2019 r.

Chabasiewicz W., *Wezwania na NewConnect – owoc niemal zakazany*, https://www.parkiet.com/Komentarze/311259938-Wezwania-na-NewConnect--owoc-niemal-zakazany.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Chabasiewicz W., *Squeeze out „po nowemu" – przymusowy wykup trudniejszy?* https://stockbroker.pl/squeeze-out-przymusowy-wykup/ (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Divine J., *Could the Stock Market Ever Be Hacked?* https://money.usnews.com/investing/articles/2017-07-28/could-the-stock-market-ever-be-hacked (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Duszczyk M., *Inwestowanie w sieci coraz popularniejsze,* Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 16 lutego 2021 r.

Flaga M., *Pożegnanie z dokumentami akcji*, Rzeczpospolita, 26 października 2018 r.

Jakszuk S., Wierzbowski M., Róg-Dyrda J., *Jak teraz należy oferować instrumenty finansowe*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 26–27 października 2019 r.

Kidyba A., *Koniec z akcjami na okaziciela? Taki będzie skutek dematerializacji*, Dziennik Gazeta Prawna, 20 sierpnia 2019 r., https://prawo.gazetaprawna.pl/artykuly/1426564,akcje-na-okaziciela-dematerializacja-kidyba-akcje-imienne.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Kucharczyk K., *Legislacyjna schizofrenia w sprawie raportowania*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 19 lutego 2021 r.

Kucharczyk K., *NewConnect na ostrym zakręcie*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 18 stycznia 2019 r.

Kucharczyk K., *Turbulencje na rynku alternatywnym: kilkadziesiąt firm bez raportów*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 20 listopada 2019 r.

Kwiatkowska M., Bąk Ł., *Polacy już wiedzą,* że *cen akcji nie ustala prezes giełdy*, https://gospodarka.dziennik.pl/news/artykuly/305472,polacy-juz-wiedza-ze-cen-akcji-nie-ustala-prezes-gieldy.html (dostęp: 7 marca 2019 r.).

Królak J., *Polityczna bitwa o spółkę dla start-upów*, Puls Biznesu, 20 stycznia 2021 r.

List otwarty w sprawie projektu prawa grup spółek, Rzeczpospolita, 7 października 2020 r.

List poparcia w sprawie prostej spółki akcyjnej, https://www.rp.pl/Firma/309169992-List-poparcia-w-sprawie-prostej-spolki-akcyjnej.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Masłowski M., *NewConnect – sukces, czy przedłużająca się stagnacja*? Akcjonariusz 2015, nr 3.

Nartowski A., *Sprawa Getback S.A. (2018) w świetle corporate governance*, Kraków–Warszawa 2019, http://www.andrzejnartowski.pl/wp-content/uploads/2019/02/Raport-Nartowskiego-Getback-i-corporate-governance.pdf (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Opalski A., *Projekt prawa grup spółek, czyli skok na Spółki Skarbu Państwa*, Rzeczpospolita, 18 sierpnia 2020 r.

Opalski A., *Projekt prawa spółek, czyli historia legislacyjnej porażki*, Rzeczpospolita 24–27 grudnia 2020 r.,

Perzyna A., *Dematerializacja akcji spółek handlowych – projekt przepisów*, https://www.prawo.pl/prawnicy-sady/dematerializacja-akcji-spolek-handlowych-projekt-przepisow,69209.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Piasecka-Sobkiewicz M., *Akcje spółek niepublicznych będą miały również formę elektroniczną*, https://prawo.gazetaprawna.pl/artykuly/355263,akcje-spolek-niepublicznych-beda-mialy-rowniez-forme-elektroniczna.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Róg-Dyrda J., Wierzbowski M., *Wezwania do reformy, ale wcześniej do pilnej naprawy*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 16–17 stycznia 2021 r.

Sah S., *Dematerialisation of Securities for Unlisted Companies – Recent Changes In Indian Law*, https://www.mondaq.com/india/securities/840010/dematerialisation-of-securities-for-unlisted-companies--recent-changes-in-indian-law (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Szumański A., *Prawo grup spółek: nieaktualne zarzuty*, Rzeczpospolita, 15 października 2020 r.

Tąkiel M., *Dematerializacja akcji prostej spółki akcyjnej*, Rzeczpospolita, 29 kwietnia 2022 r.

Tąkiel M., *Zmiana definicji spółki publicznej i jej konsekwencje*, Rzeczpospolita, 11 marca 2022 r.

Tąkiel M., Kapuściński B., *O pierwszej próbie ustalenia definicji sztucznej inteligencji*, Rzeczpospolita, 9 sierpnia 2022 r.

Tąkiel M., Koronkiewicz M., *Szerokie wody i bezpieczny port*, Rzeczpospolita, 12 lipca 2021 r.

Tokarz D., *Wielkie sprzątanie po Progresie*, Puls Biznesu, 30 marca 2017 r.

Torchała A., *Mija 8 lat od debiutu CD Projektu na GPW. Nie zawsze było różowo*, https://www.bankier.pl/wiadomosc/Jak-CD-Projekt-na-giełde-wchodzil-7713315.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Torchała A., *NewConnect szoruje po dnie. Rynek groszowych spółek*, https://www.bankier.pl/wiadomosc/NewConnect-szoruje-po-dnie-Rynek-groszowych-spolek-7615261.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Tychmanowicz P., *Armenia nowym kierunkiem dla GPW*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 19–20 września 2020 r.

Tychmanowicz P., *Cichy jubileusz strategii rozwoju rynku kapitałowego*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 26–27 września 2020 r.

Tychmanowicz P., *Kłopotliwe rejestry akcjonariuszy*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 10 grudnia 2020 r.

Upadhyay J., *Govt may ask public unlisted companies to convert shares into demat form*, https://www.livemint.com/Companies/3Tbp6IeN1oICnYBnr2WySO/Govt-may-ask-public-unlisted-companies-to-convert-shares-int.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Wierzbowski M., Róg-Dyrda J., *Sezon na dematerializację*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 27 sierpnia 2019 r.

Zielińska U., *Elektrim: powrót na GPW jednak uchwalony*, https://www.rp.pl/Gielda/301109959-Elektrim-powrot-na-GPW-jednak-uchwalony.html (dostęp: 20 lutego 2021 r.).

Zielińska U., *Nieudane podejście do GPW*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 8 stycznia 2019 r.

Zmysłowska M., *Gdzie legislacyjnych kucharek sześć…*, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet, 15 lipca 2020 r.

Maciej Tąkiel – doktor nauk prawnych, absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, Instytutu Stosunków Międzynarodowych Uniwersytetu Warszawskiego oraz Columbia Law School. Obecnie realizuje studia Executive MBA na Akademii Leona Koźmińskiego.

Specjalista z zakresu prawa rynku kapitałowego, prawa handlowego, corporate governance oraz relacji inwestorskich. Posiada kilkunastoletnie doświadczenie w zakresie strategii, innowacji, komunikacji korporacyjnej, rozwoju biznesu i marketingu oraz zarządzania kancelarią prawną.

Autor kilkudziesięciu publikacji w czasopismach krajowych oraz zagranicznych. Dyrektor w międzynarodowej kancelarii prawnej.

Laureat konkursu o nagrodę Prezesa Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych za najlepszą rozprawę doktorską z obszaru rynku kapitałowego.

Książka powstała na podstawie dysertacji doktorskiej Autora nagrodzonej w 9. edycji konkursu o nagrodę Prezesa Zarządu GPW.

Exante Wydawnictwo Naukowe
WWW: exante.com.pl

ISBN 978-83-66187-89-4 (PDF)
ISBN 978-83-66187-88-7 (oprawa miękka)