

Rozdział I. Określenie kluczowej terminologii obowiązującej dla obszaru poznawczego

§ 1. Koncepcja opracowania zestawu definicji

W dziedzinie nauk prawnych założenia pojęciowe opierają się na niepodważalnych, ustalonych uprzednio twierdzeniach elementarnych, a więc pojęciach istotnych dla obszaru poznawczego. W monografii zostaną użyte wprost lub odwzorowane dostosowawczo definicje legalne mające znaczenie prawne dla badanego problemu naukowego (z zakresu prawa spółek *sensu largo*). W przypadku przyjęcia innego znaczenia pojęcia niż nadane wprost przez prawodawcę lub innego niż powszechnie używane w piśmiennictwie lub w orzecznictwie okoliczność ta zostanie wyraźnie zaznaczona, a dane pojęcie – dostosowane do potrzeb przedstawienia wiedzy naukowej stanowiącej tło problemu naukowego.

Pojęcia jako narzędzia poznawcze usprawniają zrozumienie problemu naukowego. Im węższe są pola semantyczne oraz lepsze ich umiejscowienie w tekście, tym bardziej jednoznaczny i identyfikowalny powinien być przekaz. Używanie definicji obejmujących swym zakresem więcej desygnatów aniżeli badany element problemu naukowego wymaga niekiedy zabiegu redakcyjnego w postaci czytelnego zawężenia tylko do jednego desygnatu i rezygnacji z pozostałych, np. do akcji spomiędzy innych desygnatów pojęcia „instrumentów finansowych” w rozumieniu ObrInstrFinU. Niekiedy wymaga to innego zabiegu stylistycznego, polegającego na jednoczesnym przywoływaniu desygnatów rozproszonych w różnych aktach prawnych i ich wielokrotnym powtarzaniu. Desygnatami spółki publicznej w prawie krajowym są np. spółka akcyjna, spółka komandytowo-akcyjna i spółka europejska (zasada *numerus clausus*), które są poddane przepisom, odpowiednio, KSH i SpółkaEuropU (ponadto rozp. SE w zakresie nieuregulowanym przez SpółkaEuropU). Zdarza się też, że legislator definiuje pośrednio badany element przez odesłanie wielostopniowe,

np. wspomniane pojęcie akcji jako jeden z desygnatów – tym razem – papierów wartościowych w rozumieniu OfertaPublU, odsyłając do ObrInstrFinU i następnie odsyłając dalej do KSH¹. Wielokrotne przywoływanie ciągu odesłań, powtarzanie definicyjnych wyliczeń czy zawężeń z reguły zaciemnia informację zawartą w tekście. Zamysł zapewnienia względnej prostoty i możliwie największej przejrzystości obranych form zapisu myśli przewodniej, jak również chęć uniknięcia potencjalnego wrażenia rozmycia niektórych fragmentów przekazu doprowadziły do przygotowania koncepcji uniwersalnych definicji dostosowanych ściśle do problemu naukowego. Tworzą one spójną całość pozbawioną przypadkowości, która umożliwi płynne przechodzenie do coraz bardziej pogłębionych i szczegółowych rozważań analitycznych i porównawczych (bez zbędnych odesłań, wyliczeń, rozszerzeń czy zawężeń definicyjnych), a docelowo do syntezy i wniosków. W konsekwencji ten ścisły reżim pojęciowy powinien zapewnić optymalną jakość wyводу, a także wykluczyć ewentualne nieporozumienia natury merytorycznej. Metodycznie i umiejętnie poprowadzony wywód umożliwi satysfakcjonujące wyjaśnienie kluczowych dla problemu naukowego zagadnień, co w pełni zapewni koherentność przedstawianej problematyki.

Jako punkt wyjścia do przedstawienia problematyki związanej ze sformułowanym problemem naukowym za węzłowe pojęcia (w kolejności alfabetycznej) zostały uznane definicje legalne: „alternatywnego systemu obrotu” albo „ASO” (współistniejące *definienda* to samo oznaczające²), „obrotu zorganizowanego”, „rynku regulowanego”, ale zawężone zakresowo wyłącznie do akcji oraz „spółki publicznej” (zawężenie do akcji występuje już w *definiensie* definicji legalnej), dostosowane na potrzeby spójnego pojęciowo ukazania problemu naukowego. Podobnie jako istotne postrzega się wyrażenia ustawowe: „akcja”, „inwestor”, „wycofanie” i „wykluczenie”, oraz pozaustawowe: „akcja zdelistingowana”, „delisting”, „downgrading”, „downlisting”, „dual delisting”, „dual listing”, „dual relisting”, „konjunkcja giełdowa”, „listing”, „relisting”, „sesja giełdowa”, „trend”, „upgrading”, „uplisting”, „wezwanie przedwycofaniowe”, „wycofywanie” i „wykluczanie”.

¹ Zob. łącznie: art. 4 pkt 9 OfertaPublU, art. 3 pkt 1 ObrInstrFinU i KSH, *passim*.

² Zob. łącznie: art. 4 pkt 2 OfertaPublU, art. 2 pkt 10a NadzRynKapU i art. 3 pkt 2 ObrInstrFinU. Innymi słowy, OfertaPublU i NadzRynKapU operują definicją legalną „alternatywny system obrotu”, a ObrInstrFinU – definicją legalną „ASO” tożsamą znaczeniowo na zasadzie odesłania ustawowego, stanowiącą akronim „alternatywnego systemu obrotu”. *Definienda* w pełni tożsame *de iure*. Zob. też uwagi zamieszczone na stronie 8, w przypisie Nr 18.

Ze względu na budowę *definiensa* definicje własne (w kolejności alfabetycznej) zasadniczo zostały opracowane (dostosowane w przypadku definicji legalnych) w oparciu o kryterium przedmiotowe przez wskazanie zespołu cech funkcjonalnych, a w przypadku definicji własnych „akcji”, „akcji zdelistigowanych” i „spółki publicznej” – również w oparciu o kryterium podmiotowe przez wskazanie zespołu desygnatów podmiotowych. Znaczna część definicji własnych bazuje na twierdzeniach elementarnych użytych przez ustawodawcę krajowego.

Aparatura pojęciowa, przy której pomocy problematyka jest opisywana, warunkuje ścisły i logicznie spójny wywód prawny. Podstawą takiego twierdzenia jest przekonanie, że poznawanie prawa rynku kapitałowego zespoleonego z prawem spółek oraz z prawem papierów wartościowych ma w dużej mierze charakter konwencjonalny. Przyjęty sposób tworzenia poniższych 25 definicji własnych (26, jeśli uwzględnimy izomorfizm między „alternatywnym systemem obrotu” a „ASO”) ma w zamiśle ułatwić odwzorowywanie wzajemnych zależności i powiązań, skądinąd złożonych, na podstawie ukazanej konwencji poznawczej.

Opracowane dla celów monografii definicje własne scalają wiedzę teoretyczną z zakresu prawa rynku kapitałowego, prawa spółek, prawa papierów wartościowych, statystyki, ekonomii oraz lingwistyki stosowanej, istotną dla obszaru poznawczego. Służąc jako narzędzie badania problemu naukowego, niektóre z nich mogą mieć dalsze zastosowanie (po ewentualnym dostosowaniu do zamysłu badawczego) w różnych przejawach wymiany myśli prawniczej albo przy kolejnych nowelizacjach aktów prawnych dotyczących obszaru poznawczego, w dowolnym zakresie.

Definicje własne są merytorycznie zintegrowane i pojęciowo spójne z OfertaPublU, ObrInstrFinU, NadzRynKapU, KSH i SpółkaEuropU. Uwzględniają one obecny stan prawny, zgodnie z którym nie istnieje podział akcji według kryterium formy nośnika uprawnień w nich inkorporowanych na dokumentowe i zdematerializowane; tym samym zdematerializowana forma akcji przestała być postrzegana w prawie krajowym jako wyróżnik i podstawowa cecha definicyjna spółki publicznej³.

³ Art. 4 pkt 20 OfertaPublU został zmieniony przez art. 1 pkt 4 lit. k ustawy z 16.10.2019 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), zmieniającej m.in. OfertaPublU z dniem 30.11.2019 r. Spółka publiczna, w stanie prawnym bezpośrednio poprzedzającym tę zmianę, była definiowana jako spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ObrInstrFinU, z wyjątkiem

§ 2. Założenia podstawowe co do aparatury pojęciowej

Należy zaznaczyć, że akty prawne dotyczące obszaru poznawczego operują węzłowym pojęciem „transakcja”. W odniesieniu do obrotu zorganizowanego pojęcie to znaczeniowo można traktować jako synonim innego normatywnego pojęcia, występującego najczęściej w prawie cywilnym jako „umowa”. Na płaszczyźnie terminologicznej, w oparciu o postanowienia OfertaPublU, ObrInstrFinU, NadzRynKapU czy rozp. MAR, w odniesieniu do obrotu akcjami, używa się raczej terminu „transakcja” niż „umowa”. Obydwa pojęcia używane są w każdym ze wspomnianych aktów prawnych zamiennie, aczkolwiek dominującym jest „transakcja”. Z uwagi na specyfikę prawa rynku kapitałowego sięganie po pojęcie „umowa” zostaje zatem ograniczone tylko do przypadków, kiedy jest to uwarunkowane kontekstem wywodu. Pod pojęciem „emitent” należy zaś rozumieć emitenta akcji – krajowego lub zagranicznego, o ile nie jest oczywiste, że chodzi o emitenta innych papierów wartościowych. Jednocześnie, w odniesieniu do pojęć synonimicznych „alternatywny system obrotu” i „ASO”, używanych zamiennie w obrębie jednego aktu prawnego, preferowane będzie pierwsze z nich.

Pojęciu „akcji”, będącej zarówno papierem wartościowym, jak i instrumentem finansowym, można przypisać 5 znaczeń⁴, tj.: 1) części kapitału zakładowego, 2) prawa lub ogółu praw (lub praw i obowiązków) akcjonariusza wobec

spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 ObrInstrFinU. Ta fundamentalna zmiana polega na przywiązaniu statusu spółki publicznej do zdarzenia prawnego (dopuszczenia albo wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego), a nie do typologicznej cechy akcji w obrocie zorganizowanym, jaką była dokonana uprzednio obligatoryjna dematerializacja. Historycznie stanowi to tak naprawdę powrót do stanu prawnego, który w porządku krajowym już kiedyś obowiązywał. Szerzej na temat tego ujęcia historycznego: *M. Michalski*, O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej, PPH 2008, Nr 1.

⁴ Do czasu przeprowadzenia obligatoryjnej dematerializacji wszystkich rodzajów akcji pojęciu akcji wyróżniane było znaczenie akcji jako samego dokumentu. Tytułem przykładu: „pojęciu akcji przypisuje się trzy znaczenia: części kapitału zakładowego, prawa lub ogółu praw (lub praw i obowiązków) akcjonariusza wobec spółki oraz dokumentu akcji”. Tak: *A. Nowacki*, Umorzenie akcji, Warszawa 2007, s. 30, oraz przywołani tam *S. Sołtysiński*, *T. Siemiątkowski*, *R. Potrzeszcz*, *W. Papiolek*. Jednocześnie zgodnie z art. 5 ust. 1 ObrInstrFinU „papiery wartościowe: 1) będące przedmiotem oferty publicznej lub 2) dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub 3) wprowadzone do ASO, lub 4) emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski – nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych (dematerializacja)”.

spółki, 3) zapisu elektronicznego w systemie rejestrowym, 4) rodzaju papieru wartościowego, 5) rodzaju instrumentu finansowego (pojęcie zbiorcze o najszerszym charakterze). W monografii pojęcie to będzie używane najczęściej w 4. lub 5. znaczeniu.

Tryb zawierania transakcji w ramach sesji giełdowej (rynkowej) obrotu zorganizowanego jest szczególnym i odrębnym od trybów określonych w KC sposobem zawierania umów, który często określa się w doktrynie mianem „kompensacji wielostronnej”⁵, „rozrachunków wielostronnych”, „masowych rozrachunków giełdowych”, „kompensacji z wykorzystaniem potrącenia”. Niekiedy nawet inaczej⁶, w zależności od przyjętej konwencji terminologicznej, przy czym z reguły nazewnictwo to ma związek z ciągiem rozliczeniowo-rozrachunkowym transakcji. Niestety, może to powodować dezorientację, gdyż powyższe pojęcia służą równocześnie do określenia trybu dokonania rozliczenia transakcji, o którym mowa w art. 45d ObrInstrFinU. Problem niejednoznaczności „kompensacji wielostronnej” jest znany⁷. Aby dokonać pojęciowego rozróżnienia między trybem zawierania transakcji a trybem dokonania rozliczenia transakcji, warto więc posłużyć się ściślejszą terminologią w odniesieniu do zawierania transakcji. Otóż wydaje się, że tryb ten w obrocie zorganizowanym sesyjnym można adekwatnie określić mianem „trybu zautomatyzowanego zestawiania przeciwstawnych zleceń maklerskich”. Zestawianie zleceń jest zdefiniowane w art. 3 pkt 2a ObrInstrFinU. Rozumie się przez to wykonywanie czynności skutkujących zawarciem transakcji mających za przedmiot instrumenty finansowe. Pojęciem „zlecenie maklerskie” operuje zarówno regulamin Giełdy (Rozdział 4. Szczegółowe zasady przyjmowania, realizacji, modyfikowania i anulowania zleceń maklerskich), jak i regulamin ASO (Rozdział 3. Zlecenia maklerskie, transakcje w alternatywnym systemie obrotu – w zał. Nr 2). Pośrednictwo firm inwestycyjnych jest obligatoryjne w przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń w obrocie zorganizowanym, czyli tzw. zleceń makler-

⁵ Szerzej nt. kompensacji wielostronnej jako trybu zawierania transakcji w obrocie zorganizowanym: zob. A. Chłopecki, w: A. Szumański (red.), *System PrPryw*, t. 19, s. 911–918, Nb 453–457; H. Bouthinon-Dumas, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, Paryż 2007, s. 331–333; T. Sójka, w: M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, T. Sójka (red.), *Prawo rynku kapitałowego*, s. 814; A.-D. Merville, *L'essentiel du droit financier*, Paryż 2018, s. 245–256.

⁶ Przykładowo jako „netting” (zapożyczenie branżowe o skali ponadnarodowej). Zob. A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 232.

⁷ Zob. M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. Komentarz, Warszawa 2003, s. 715. Autor ten postrzega „kompensację wielostronną” jako tryb dokonywania rozliczenia transakcji.

skich⁸. Zlecenia przeciwstawne to zlecenie maklerskie kupna i zlecenie maklerskie sprzedaży. W monografii na określenie trybu zawierania transakcji będzie niekiedy również przywoływane, pomimo swojej niedoskonałości, określenie „kompensacja wielostronna”, ponieważ jest ono chyba najbardziej rozpowszechnione w doktrynie krajowej. Puentując, mowa tu o odmiennym trybie zarówno od trybu oferty, trybu negocjacji, jak i trybu aukcji i przetargu, jakkolwiek wykazującym cechy zbliżone do wszystkich wymienionych trybów (tryby określone w KC).

Własna wola emitenta akcji bezpośrednio ukierunkowana na wyłącznie *de-listing* (ściślej mówiąc, wola właściwego organu stanowiącego emitenta) stanowi wyznacznik przyjętych w monografii pojęć „*delisting* własnowolny” i „*delisting* niewłasnowolny” (zob. też rozdział V § 2). W doktrynie krajowej *delisting* klasyfikuje się zazwyczaj rodzajowo jako fakultatywny lub dobrowolny, i to w pełni zamiennie albo, w przeciwstawnym zestawieniu tego pojęcia, jako obligatoryjny⁹, gdzie, co do zasady, fakultatywnemu lub dobrowolnemu odpowiada własnowolny, a obligatoryjnemu – niewłasnowolny. Wydaje się, że zastosowanie w opozycji do siebie przymiotnych przydawek klasyfikujących „własnowolny” i „niewłasnowolny” w odniesieniu do *delistingu* w pełni harmonijnie oddaje istotę sprawy, czytelniej nawet aniżeli inne propozycje doktrynalne rozpatrywane na płaszczyźnie lingwistyki prawa (jurslingwistyka)¹⁰ w kontekście adekwatności terminologicznej.

W polszczyźnie słowo „lub” oznacza alternatywę łączną (określana jest też mianem alternatywy nierozłącznej), zaś słowo „albo” – alternatywę zwy-

⁸ W orzecznictwie „zleceniu maklerskiemu” przypisuje się też znaczenie umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, o której mowa w art. 73 ObrInstrFinU – zob. wyr. SN z 25.3.2009 r., V CSK 407/08, Legalis. Podobnie w doktrynie – zob. M. Romanowski, Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie), Warszawa 2000.

⁹ Zob. R. Rzeszotarski, Przejęcie i wycofanie z obrotu (*delisting*), s. 273–274; M. Michalski (red.), Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz, Warszawa 2014, s. 557 (w ścisłym ujęciu, rematerializacja fakultatywna i obligatoryjna na gruncie ówczesnej OfertaPublU). Warto nadmienić, że wypowiedzi współczesnej doktryny krajowej prezentują rodzaj *delistingu* w odniesieniu głównie do wycofania, a nie wycofania i wykluczenia we wzajemnej korelacji.

¹⁰ Jurslingwistyka jest stosunkowo nową dyscypliną naukową o niezwykle bogatej problematyce przedmiotu. Ten aspekt językoznawstwa w szerszym znaczeniu obejmuje badania nad językami prawa i nad prawem języka. Wielojęzyczna UE o wielu porządkach prawnych krajowych stwarza dodatkowy impuls do badań w tym obszarze i nadaje nowy wymiar rzeczywistości prawnej. Szerzej nt. jurslingwistyki: zob. J. Pińkos, Podstawy jurslingwistyki: język w prawie – prawo w języku, Warszawa 1999, *passim*.

klą (zwana jest niekiedy także alternatywą rozłączną). Równocześnie należy pamiętać o tym, że tradycyjny podział na alternatywę łączną i zwykłą często nie jest już przestrzegany nawet przez ustawodawcę¹¹, a oba słowa, używane w zdaniu jako spójniki, stosowane są zamiennie na podobieństwo pary „i” i „oraz”, głównie dla potrzeb stylistycznych. W tym kontekście kluczowe jest jednak stanowisko judykatury. I tak, w uchw. SN(7) z 9.9.2008 r.¹² stwierdzono, że spójnik „lub” oznacza alternatywę łączną (nierozłączną) i stanowi przeciwieństwo spójnika „albo”, właściwego dla alternatywy zwykłej (rozłącznej). Takie samo stanowisko zajął SN w wyr. z 17.3.2006 r.¹³, a w uchw. SN(7) z 29.9.2006 r.¹⁴ stwierdził, że „lub” wyraża „alternatywę łączną, czyli dopuszcza możliwość współwystępowania sytuacji komunikowanych przez zdanie łączone tym spójnikiem”. Tym samym możliwe jest spełnienie warunków wynikających z jednego lub kilku, a także ze wszystkich zdań oddzielonych spójnikiem „lub”. Zgodnie bowiem z zasadami rządzącymi logiką alternatywą łączną (nierozłączną) jest zdanie złożone, które powstaje zbudowane przy pomocy funktora alternatywy łącznej (nierozłącznej), oznaczanego słowem „lub”. Warunkiem prawdziwości alternatywy łącznej (nierozłącznej) jest prawdziwość choćby jednego argumentu zdaniowego. Natomiast warunkiem koniecznym dla fałszywości alternatywy zwykłej (rozłącznej) jest fałszywość obu zdań składowych. Zatem warunkiem wystarczającym przy alternatywie łącznej (nierozłącznej) jest prawdziwość, tzn. istnienie chociażby jednego zdania, przy czym nie jest konieczne spełnienie wszystkich warunków z innych zdań rozdzielonych wyrazem „lub”. W monografii tradycyjny podział na alternatywę łączną (określaną też mianem alternatywy nierozłącznej, o czym była mowa) i zwykłą (zwana niekiedy także alternatywą rozłączną) jest stosowany w sposób ścisły.

¹¹ Zob. w szczególności: *definiens* definicji legalnej „obrotu zorganizowanego” i „spółki publicznej”, a więc, odpowiednio, „[...] obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w ASO” i „[...] spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej”. Zastosowanie spójnika „albo” w pierwszej definicji stoi w sprzeczności z zastosowaniem spójnika „lub” w drugiej. W prawie krajowym jest dopuszczalny obrót i na rynku regulowanym, i w alternatywnym systemie obrotu, i równoległe na rynku regulowanym oraz w alternatywnym systemie obrotu. Stąd prawidłowo „lub w ASO”, a nie, jak *verba legis*, błędnie „albo w ASO” (ASO to *definiendum* definicji legalnej użytej wprost w art. 3 pkt 2 ObrInstrFinU, oznacza akronim alternatywnego systemu obrotu).

¹² III CZP 31/08, Legalis.

¹³ I CSK 81/05, Legalis.

¹⁴ II UZP 10/06, Legalis.

Na użytek monografii nie wydaje się zasadne operowanie ustawowym pojęciem „spółka giełdowa”, o którym mowa w art. 68i ObrInstrFinU¹⁵ (należy przez to rozumieć 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). Pojęcie to zawarte jest również w § 4 pkt 40a regulaminu KDPW oraz używane niekiedy w piśmiennictwie w znaczeniu spółki publicznej¹⁶ lub formy spółki publicznej¹⁷. Niemniej w aspekcie rynków obrotu akcjami spółka giełdowa ma zakres przedmiotowy inny niż spółka publiczna. Dlatego też – nie obejmując alternatywnego systemu obrotu i wychodząc poza obszar RP – spółka giełdowa w ścisłym znaczeniu jest pojęciem nieadekwatnym z punktu widzenia poruszanego problemu naukowego, który – tak jak spółka publiczna – dotyczy rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu, ale krajowego oraz każdego z nich razem.

W zakresie założeń terminologicznych, z wyjątkiem pojęć (w kolejności alfabetycznej): *delisting*, *downgrading*, *downlisting*, *dual listing*, *dual relisting*, *listing*, *relisting*, *upgrading*, *uplisting*¹⁸, o ile to możliwe, podjętą świadomie decyzją jest unikanie stosowania zapożyczeń, wyrazów obcych lub określeń branżowych o skali ponadnarodowej, które cechują rozważania nt. obrotu

¹⁵ Przepis ten funkcjonuje od 24.10.2005 r., czyli od początku obowiązywania ObrInstrFinU.

¹⁶ Tytułem przykładu: „Istnieje prawdopodobieństwo, że będzie to pierwsza na świecie spółka giełdowa, która wnosi na rynek wizerunek osobowy jako podstawę do dalszego rozwoju” – tak: K. Kucharczyk, Ekipa Friza coraz bliżej małej giełdy, Rzeczpospolita z 29.9.2021 r. Polisemia pojęcia „spółka giełdowa” w zakresie obejmującym alternatywny system obrotu nigdy nie była uprawniona w reżimie ObrInstrFinU. Alternatywny system obrotu został bowiem uruchomiony 30.8.2007 r., czyli po 24.10.2005 r., kiedy pojęcie „spółka giełdowa” stało się definicją legalną. Jednym słowem, ściśle rzecz biorąc, nie jest właściwe kwalifikowanie jako spółki giełdowej spółek, których akcje stanowią przedmiot obrotu w alternatywnym systemie obrotu. W grę wchodzi jedynie ich kwalifikacja jako spółki publicznej. W zakresie pojęć „spółka giełdowa” i „spółka publiczna” na gruncie prawa polskiego: zob. M. Tąkiel, O potrzebie dalszej redefinicji spółki publicznej, PPH 2022, Nr 6, s. 52–53. Jednocześnie autor monografii jest sceptyczny wobec wyrażonego tam poglądu co do rzeczywistej konieczności redefiniowania czy dopracowania pojęcia „spółka publiczna”. Autor akceptuje bowiem specyfikę krajowej regulacji, gdzie status spółki publicznej nie jest powiązany z faktem notowań akcji spółki wyłącznie na rynku regulowanym.

¹⁷ Tytułem przykładu: „(...) spółka giełdowa to taka forma spółki publicznej, która czerpie kapitał wyłącznie z rynku regulowanego (...)” – tak: J. Akimenkow, Spółka giełdowa a spółka publiczna – podstawy normatywne dystynkcji oraz koncepcje reformy nominalowego kapitału zakładowego, PPH 2018, Nr 9, s. 57.

¹⁸ Z przeprowadzonej analizy nie wynika ich status w postaci definicji legalnej w świetle prawa amerykańskiego lub angielskiego, skąd najprawdopodobniej pochodzą. Funkcjonują jako określenia branżowe o skali ponadnarodowej.

zorganizowanego na globalnym rynku kapitałowym. Wybór ten ma analogiczne zastosowanie do bogatego zaplecza terminologicznego zaczerpniętego z języka łacińskiego, który charakteryzuje rozliczne teksty prawnicze. Sięganie po paremie łacińskie stanowiące częsty element retoryki prawniczej zostaje ograniczone do niezbędnego minimum. Jako preferowaną pisownię przyjmuje się pisownię oryginalną, zadomowioną w polszczyźnie – np. *upgrading*. Jednocześnie takie słowa zapisywane są co do zasady kursywą, chyba że użycie cudzysłowu albo standardowy zapis okażą się bardziej odpowiednie ze względu na styl, kontekst, miejsce użycia lub powszechne zastosowanie. A odnosząc się do kluczowego zapożyczenia z języka angielskiego: *delisting*, nadmienić należy, że nie występuje w polszczyźnie jego synonim, który zakresem obejmowałby zarówno wycofanie (lub wycofywanie), jak i wykluczenie (lub wykluczanie).

§ 3. Definicje

Akcja – instrument finansowy wyemitowany jako papier wartościowy przez spółkę akcyjną, spółkę komandytowo-akcyjną, spółkę europejską oraz inne osoby prawne, z zastrzeżeniem odmienności w zakresie zagranicznych osób prawnych, tworzący kapitał zakładowy i podlegający dopuszczeniu albo wprowadzeniu na terytorium RP do obrotu zorganizowanego¹⁹.

Akcja zdelistingowana – instrument finansowy wyemitowany jako papier wartościowy przez spółkę akcyjną, spółkę komandytowo-akcyjną, spółkę europejską oraz inne osoby prawne, z zastrzeżeniem odmienności w zakresie za-

¹⁹ Definicja własna uniwersalnie otwarta. Akcja określona jako podrodzaj instrumentów finansowych w rozumieniu art. 2 ust. 1 ObrInstrFinU, a rodzajowo jako papier wartościowy. Akcja prostej spółki akcyjnej, bez względu na jej normatywną postać, *ex lege* nie podlega *listingowi* i *delistingowi*. Nie tworzy przy tym kapitału zakładowego, lecz kapitał akcyjny (całkowite *nomum* w prawie polskim, gdzie wysokość kapitału akcyjnego nie jest określana w umowie spółki). Dlatego też nie została ona uwzględniona. *De lege lata* akcje imienne wyemitowane wyłącznie przez zagraniczne osoby prawne podlegają *listingowi* albo *dual listingowi*, i *delistingowi* na terytorium RP. Dwie normatywne postaci akcji (akcje imienne i akcje na okaziciela), o których mowa w art. 334 § 1 KSH, świadomie nie zostały uwzględnione przez *definiens* definicji własnej. *Definiens* ten obejmie automatycznie swym zakresem także akcje imienne wyemitowane przez krajowe spółki publiczne, o ile organizator obrotu umożliwi ich *listing*, a tym samym *delisting* na terytorium RP.

granicznych osób prawnych, tworzący kapitał zakładowy, wycofany albo wykluczony na terytorium RP z obrotu zorganizowanego²⁰.

Alternatywny system obrotu albo ASO – prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży akcji w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego²¹, w tym na podstawie DLT (technologia rozproszonego rejestru).

Delisting – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces przebiegający w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury wycofywania albo wykluczania akcji z obrotu zorganizowanego bądź zakończenie tego procesu w postaci, odpowiednio, wycofania albo wykluczenia akcji z obrotu zorganizowanego, ze skutkiem definitywnego zakończenia notowań akcji, prowadzącego do utraty statusu spółki publicznej; lub ziszczenie się zdarzenia, z którym ustawa łączy wymóg wycofania akcji z obrotu zorganizowanego, wywołując definitywne zakończenie notowań akcji, prowadzące do utraty statusu spółki publicznej.

Downgrading – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces, w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury zmiany segmentu notowań akcji danego rynku instrumentów finansowych, z segmentu o wyższych wymaganiach na segment o niższych wymaganiach albo dojście tego procesu do skutku w postaci notowań akcji w segmencie

²⁰ Definicja własna „akcji zdelistingowanej” jest niezbędna dla przeprowadzenia wyводу ukazującego precyzyjnie status prawny akcji po *delistingu* (w zestawieniu lub opozycji do statusu prawnego akcji przed *delistingiem*).

²¹ Zob. art. 4 pkt 2 OfertaPublU, art. 2 pkt 10a NadzRynKapU (definicja legalna, choć nieskonkretyzowana) oraz art. 3 pkt 2 ObrInstrFinU (definicja legalna). Różnica między definicją własną a legalną, zamieszczoną w art. 3 pkt 2 ObrInstrFinU, polega na zawężeniu *definiensa* definicji własnej tylko do akcji oraz na rozwinięciu akronimu ustawowego „DLT”. Akronim ten wywodzi się z języka angielskiego, oznaczając technologię rozproszonego rejestru (ang. *distributed ledger technology*), co zaś definiuje rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/858 z 30.5.2022 r. w sprawie systemu pilotażowego na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru, a także zmiany rozporządzeń (UE) Nr 600/2014 i (UE) Nr 909/2014 oraz dyrektywy 2014/65/UE (Dz.Urz. UE L Nr 151, s. 1 ze zm.). Odesłanie ustawowe zamieszczone w definicji legalnej, o której mowa w art. 4 pkt 2 OfertaPublU lub art. 2 pkt 10a NadzRynKapU, jest nieskonkretyzowane, ponieważ odsyła się w nim do pojęcia „alternatywny system obrotu” w rozumieniu przepisów ObrInstrFinU. A ObrInstrFinU, operując tym pojęciem, nie definiuje go. Jednocześnie przepis art. 3 pkt 2 ObrInstrFinU zawiera definicję legalną „ASO” (nie definicję legalną „alternatywnego systemu obrotu” wprost jako *definiendum*). Dało to asumpt do sformułowania definicji własnej także „alternatywnego systemu obrotu” dla celów monografii w oparciu o definicję legalną „ASO”, o której mowa w art. 3 pkt 2 ObrInstrFinU, która swym zakresem obejmuje również „ASO oparte na DLT” w rozumieniu art. 3 pkt 9d ObrInstrFinU.

o niższych wymaganiach i definitywnego zakończenia notowań akcji w segmencie o wyższych wymaganiach.

Downlisting – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces wprowadzania akcji, w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury zmiany dotychczasowego rynku instrumentów finansowych, z rynku regulowanego na alternatywny system obrotu, albo zakończenie tego procesu w postaci wprowadzenia akcji do alternatywnego systemu obrotu, ze skutkiem notowań akcji w alternatywnym systemie obrotu i definitywnego zakończenia notowań akcji na rynku regulowanym.

Dual delisting – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces przebiegający w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury wycofywania albo wykluczania akcji z obrotu zorganizowanego na dwóch²² rynkach instrumentów finansowych bądź dojście tego procesu do skutku w postaci, odpowiednio, równoległego wycofania albo wykluczenia akcji z obrotu zorganizowanego, ze skutkiem definitywnego zakończenia notowań akcji na tych rynkach instrumentów finansowych, prowadzącego do utraty statusu spółki publicznej²³; lub ziszczenie się zdarzenia, z którym ustawa łączy wymóg równoległego wycofania akcji z obrotu zorganizowanego, wywołując definitywne zakończenie notowań akcji na tych rynkach instrumentów finansowych, prowadzące do utraty statusu spółki publicznej.

Dual listing – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces przebiegający w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury dopuszczania albo wprowadzania akcji do obrotu zorganizowanego

²² W przypadku obrotu zorganizowanego równolegle na trzech rynkach instrumentów finansowych mielibyśmy do czynienia z *triple delisting*. Z każdym dodanym rynkiem zmieniałby się liczebnik tego zapożyczenia branżowego, uaktualniając w języku angielskim łączną liczbę rynków instrumentów finansowych. Podobnym znaczeniowo są określenia branżowe o skali ponadnarodowej: *cross-delisting* i *multiple delisting*. Określenia typu *interdelisting*, które wydaje się branżowo zrozumiałe, nie potwierdziła literatura przedmiotu.

²³ Możliwa mnogość potencjalnych stanów faktycznych w zakresie kryterium utraty statusu spółki publicznej. W przypadku *dual delistingu* o charakterze transgranicznym – wycofania lub wykluczenia akcji z obrotu zorganizowanego na terytorium zarówno Rzeczypospolitej Polskiej, jak i innego państwa członkowskiego UE lub EOG – emitent akcji utraciłby status spółki publicznej na gruncie prawa krajowego jedynie w związku z wycofaniem lub wykluczeniem akcji z obrotu zorganizowanego na terytorium RP. W przypadku zaś *dual delistingu* o charakterze krajowym – wycofania lub wykluczenia akcji z obrotu zorganizowanego na terytorium RP w sposób łączny, tj. zarówno z rynku regulowanego, jak i z alternatywnego systemu obrotu – emitent akcji utraciłby „podwójny” status spółki publicznej; wycofanie lub wykluczenie akcji z obrotu zorganizowanego na terytorium RP tylko z rynku regulowanego albo tylko z alternatywnego systemu obrotu nie powodowałoby wówczas utraty przez emitenta statusu spółki publicznej.

na dwóch²⁴ rynkach instrumentów finansowych albo dojście tego procesu do skutku w postaci, odpowiednio, równoległego dopuszczenia albo wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego, ze skutkiem notowań akcji na tych rynkach instrumentów finansowych i uzyskania statusu spółki publicznej²⁵.

Dual relisting – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces przebiegający w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury dopuszczania albo wprowadzania akcji do obrotu zorganizowanego na dwóch²⁶ rynkach instrumentów finansowych bądź dojście tego procesu do skutku w postaci, odpowiednio, równoległego dopuszczenia albo wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego, ze skutkiem notowań akcji na tych rynkach instrumentów finansowych i ponownego uzyskania statusu spółki publicznej²⁷.

²⁴ W przypadku obrotu zorganizowanego równolegle na trzech rynkach instrumentów finansowych mielibyśmy do czynienia z *triple listingiem*. Z każdym dodanym rynkiem zmieniałby się liczebnik tego zapożyczenia branżowego, uaktualniając w języku angielskim łączną liczbę rynków instrumentów finansowych. Podobne znaczeniowo są określenia branżowe o skali ponadnarodowej: *cross-listing*, *multiple listing* i *interlisting*.

²⁵ Możliwa mnogość potencjalnych stanów faktycznych w zakresie kryterium uzyskania statusu spółki publicznej. W przypadku *dual listingu* o charakterze transgranicznym – dopuszczenia lub wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego na terytorium zarówno RP, jak i innego państwa członkowskiego UE lub EOG – emitent akcji uzyskałby status spółki publicznej na gruncie prawa krajowego jedynie w związku z dopuszczeniem lub wprowadzeniem akcji do obrotu zorganizowanego na terytorium RP. W przypadku zaś *dual listingu* o charakterze krajowym – dopuszczenia lub wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego na terytorium RP w sposób łączny, tj. zarówno na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu – emitent akcji uzyskałby „podwójny” status spółki publicznej.

²⁶ W przypadku obrotu zorganizowanego równolegle na trzech rynkach instrumentów finansowych mielibyśmy do czynienia z *triple relistingiem*. Z każdym dodanym rynkiem zmieniałby się liczebnik tego zapożyczenia branżowego, uaktualniając w języku angielskim łączną liczbę rynków instrumentów finansowych. Określń typu *cross-relisting*, *multiple relisting* i *interrelisting*, które wydają się być branżowo zrozumiałe, nie potwierdza literatura przedmiotu.

²⁷ Możliwa mnogość potencjalnych stanów faktycznych w zakresie kryterium ponownego uzyskania statusu spółki publicznej. W przypadku *dual relistingu* o charakterze transgranicznym – dopuszczenia lub wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego na terytorium zarówno RP, jak i innego państwa członkowskiego UE lub EOG – emitent akcji uzyskałby ponownie status spółki publicznej na gruncie prawa krajowego jedynie w związku z dopuszczeniem lub wprowadzeniem akcji do obrotu zorganizowanego na terytorium RP. W przypadku zaś *dual relistingu* o charakterze krajowym – dopuszczenia lub wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego na terytorium RP w sposób łączny, tj. zarówno na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu – emitent akcji ponownie uzyskałby „podwójny” status spółki publicznej.

Inwestor – uczestnik obrotu zorganizowanego, nabywający albo zamierający nabyć akcje spółki publicznej, który może, ale nie musi, być jej dotychczasowym akcjonariuszem²⁸.

Koniunktura giełdowa – zbieg okoliczności faktycznych i prawnych w przyjętym okresie, wywierający znaczny, głównie pozytywny, wpływ na wartość akcji będących przedmiotem obrotu zorganizowanego na terytorium RP, określony na podstawie jednego lub kilku wymiernych wskaźników obliczonych na podstawie wartości rynkowej akcji wybranych spółek publicznych.

Listing – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces przebiegający w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury dopuszczania albo wprowadzania akcji do obrotu zorganizowanego bądź dojście tego procesu do skutku w postaci, odpowiednio, dopuszczenia albo wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego, ze skutkiem notowań akcji i uzyskania statusu spółki publicznej.

Obrót zorganizowany – obrót dokonywany na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, którego przedmiotem są akcje²⁹.

Relisting – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces przebiegający w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury dopuszczania albo wprowadzania akcji do obrotu zorganizowanego bądź dojście tego procesu do skutku w postaci, odpowiednio, ponownego dopuszczenia albo wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego, ze skutkiem notowań akcji i ponownego uzyskania statusu spółki publicznej.

Rynek regulowany – działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są akcje 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 akcji oraz

²⁸ Brak definicji legalnej „inwestora” w prawie krajowym, chociaż jest to termin ustawowy, którym posługuje się OfertaPublU, ObrInstrFinU, NadzRynKapU. Rozporządzenie MAR również często operuje tym terminem, ale nie zawiera definicji legalnej. Dało to asumpt do sformułowania definicji własnej „inwestora” dla celów monografii. Nawiasem mówiąc, uchylony w dniu 30.11.2019 r. art. 8 OfertaPublU w brzmieniu z lat 2005–2013 zawierał definicję legalną „inwestora kwalifikowanego”, skonstruowaną przez wskazanie zespołu desygnatów podmiotowych. Należy także wspomnieć, że „inwestor” w porównaniu z „akcjonariuszem” jest pojęciem szerszym w zakresie liczby desygnatów przedmiotowych, ponieważ oprócz akcji uwzględnia ono nabywanie innych instrumentów finansowych, na przykład obligacji.

²⁹ Zob. art. 3 pkt 9 ObrInstrFinU. Różnica między definicją własną a legalną polega na zawężeniu *definiensa* definicji własnej tylko do akcji oraz na uniwersalnym rozszerzeniu go poza terytorium RP. W przypadku *dual listingu* definicja własna dotyczy jednakże perspektywy rynku krajowego zgodnie z tematem badawczym oraz w granicach tez badawczych.

jednakowe warunki nabywania i zbywania tych akcji, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany³⁰.

Sesja giełdowa – wyznaczona przez organizatora rynku regulowanego lub alternatywnego systemu obrotu dobową normą czasu funkcjonowania obrotu zorganizowanego w ramach systemu notowań ciągłych albo systemu kursu jednolitego³¹.

Spółka publiczna – spółka akcyjna, spółka komandytowo-akcyjna, spółka europejska oraz ewentualnie inna osoba prawna, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona lub wprowadzona na terytorium RP do obrotu zorganizowanego³².

³⁰ Zob. art. 14 ust. 1 ObrInstrFinU. Różnica między definicją własną a legalną polega na załączeniu *definiens*a definicji własnej tylko do akcji.

³¹ Aktualnie od poniedziałku do piątku w godzinach 8.30–17.05 czasu środkowoeuropejskiego, zgodnie ze szczegółowymi harmonogramami notowań, odrębnie określonymi przez GPW dla rynku regulowanego i dla alternatywnego systemu obrotu. Definicja własna „sesji giełdowej” jest niezbędna dla wywodu rozgraniczającego transakcje w obrocie zorganizowanym na „sesyjne” i „pozasesyjne”. Rozporządzenie MAR posługuje się tożsamym znaczeniowo pojęciem „sesji rynkowej”. Artykuł 28 ust. 1 pkt 7 ObrInstrFinU, określając elementy regulaminu obrotu regulowanego, operuje w tym kontekście wyrażeniem ustawowym „dni sesyjne i godziny sesji”. *Notabene*, ani regulamin Giełdy, ani regulamin ASO nie definiuje pojęcia „sesja giełdowa” czy „sesja”, pomimo iż w obu regulaminach są one używane. Ponadto regulamin Giełdy (odnośnie do rynku regulowanego) używa wyrażenia „dzień sesyjny”, a regulamin ASO (odnośnie do alternatywnego systemu obrotu) – wyrażenia „dzień obrotu”. W obu przypadkach chodzi o dzień, w którym odbywa się sesja giełdowa w rozumieniu monografii. Zob. § 2 pkt 14 regulaminu Giełdy oraz § 2 pkt 18a regulaminu ASO. W monografii wyrażenie „dzień sesyjny” jest używane również w znaczeniu „dnia obrotu” w rozumieniu regulaminu ASO. Zob. także rozdział III § 8 na stronie 82 i 83 monografii w zakresie objaśnienia, odpowiednio, „systemu notowań ciągłych” i „systemu kursu jednolitego”.

³² Zob. 4 pkt 20 OfertaPublU. Spółki uzyskują status spółki publicznej od dnia dopuszczenia lub wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego, a nie od pierwszego dnia notowań akcji w obrocie zorganizowanym, który przypada później. Dlatego ciekawostką jest to, że nawet już w spółce publicznej, której co najmniej jedna akcja została dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu, akcje mogą, czysto teoretycznie, nie stać się następnie przedmiotem notowań. Różnica między definicją własną a legalną polega na rozszerzeniu *definiens*a przez wyczerpujące, choć uniwersalnie otwarte, wskazanie desygnatów podmiotowych. *Definiens* definicji własnej nie obejmuje tylko prostej spółki akcyjnej; z uwagi na wyłączenie zamieszczone w przepisie art. 300³⁶ § 2 KSH. Ponadto w *definiens*ie definicji własnej występuje obrót zorganizowany jako pojęcie nadrzędne obejmujące obrót na rynku regulowanym i obrót w alternatywnym systemie obrotu (pojęcia użyte *verba legis*). Pełna nazwa OfertaPublU, oprócz oferty publicznej i spółki publicznej, obejmuje swoim zakresem warunki wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu. I, co wielce zaskakujące, „zor-

Trend – narastający ciąg przypadków określonych zdarzeń, w ujęciu liczbowym, uszeregowany w przyjętym okresie, gdzie zmiennymi objaśniającymi są zmienna liczbową i zmienna czasowa.

Upgrading – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces, w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury zmiany segmentu notowań akcji danego rynku instrumentów finansowych, z segmentu o niższych wymaganiach na segment o wyższych wymaganiach, albo dojście tego procesu do skutku w postaci notowań akcji w segmencie o wyższych wymaganiach i definitywnego zakończenia notowań akcji w segmencie o niższych wymaganiach.

Uplisting – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces dopuszczania akcji, w trybie i na warunkach przewidzianych dla procedury zmiany dotychczasowego rynku instrumentów finansowych, z alternatywnego systemu obrotu na rynek regulowany, albo zakończenie tego procesu w formie dopuszczenia akcji do obrotu regulowanego, ze skutkiem w postaci notowań akcji na rynku regulowanym i definitywnego zakończenia notowań akcji w alternatywnym systemie obrotu.

Wezwanie przedwycofaniowe – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki publicznej przez akcjonariuszy nieogłaszających wezwania na rzecz akcjonariusza lub akcjonariuszy ogłaszających wezwanie, w celu umożliwienia spółce publicznej złożenia właściwemu organowi administracyjnemu wyznaczonemu przez RP wniosku o zezwolenie na wycofanie wyemitowanych przez spółkę publiczną akcji z obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu na terytorium RP.

Wycofanie – następstwo etapowego procesu z zastosowaniem wniosku spółki publicznej lub następstwo ziszczenia się zdarzenia przewidzianego w ustawie, prowadzące do uniemożliwienia obrotu zorganizowanego w zakresie akcji wyemitowanych przez spółkę publiczną, ze skutkiem w postaci definitywnego zakończenia ich notowań.

Wycofywanie – zespół prawnie uregulowanych czynności składających się na etapowy proces, z zastosowaniem wniosku spółki publicznej, prowadzący do uniemożliwienia obrotu zorganizowanego w zakresie akcji wyemitowanych

ganizowany system obrotu” nigdy nie został jednoznacznie zdefiniowany. Zarówno OfertaPublU, jak i ObrInstrFinU posługują się definicjami legalnymi „obrotu zorganizowanego” i „systemu obrotu instrumentami finansowymi”, ale nie „zorganizowanego systemu obrotu”.