

SZCZEGÓLNE FORMY SPÓŁEK

redakcja naukowa Andrzej Kidyba

Justyna Dąbrowska ■ Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka
Marek Michalski ■ Tomasz Siemiątkowski
Ewa Skibińska ■ Mariusz Stanik ■ Tomasz Szczurowski

BIBLIOTEKA PRAWA HANDLOWEGO

W SERII
BIBLIOTEKA PRAWA HANDLOWEGO
POD REDAKCJĄ NAUKOWĄ ANDRZEJA KIDYBY
POLECAMY:

**UMOWY W OBROTCIE GOSPODARCZYM.
WZORY. KOMENTARZE. ORZECZNICTWO**
P. Bryłowski, P. Daszchuk, M. Dumkiewicz, Z. Gawlik, A. Goldiszewicz,
K. Kopaczyńska-Pieczniak, G. Kozieł, A. Niewęglowski, E. Niezbecka,
M. Orlicki, J. Szczotka, J. Wiak, J. Widło, K. Wyrwińska

KODEKSOWE UMOWY HANDLOWE
M. Dumkiewicz, Z. Gawlik
A. Goldiszewicz, K. Kopaczyńska-Pieczniak,
A. Niewęglowski, E. Niezbecka,
M. Orlicki, J. Widło, K. Wyrwińska

POZAKODEKSOWE UMOWY HANDLOWE
P. Bryłowski, M. Dumkiewicz, A. Goldiszewicz,
K. Kopaczyńska-Pieczniak, G. Kozieł, A. Niewęglowski,
J. Szczotka, J. Wiak

SPÓŁKA KOMANDYTOWA
A. Kappes

SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ
K. Kopaczyńska-Pieczniak

SPÓŁKA AKCYJNA
M. Michalski

ORAZ

HANDLOWE SPÓŁKI OSOBOWE
A. Kidyba

SZCZEGÓLNE FORMY SPÓŁEK

redakcja naukowa Andrzej Kidyba

Justyna Dąbrowska ■ Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka
Marek Michalski ■ Tomasz Siemiątkowski
Ewa Skibińska ■ Mariusz Stanik ■ Tomasz Szczurowski

BIBLIOTEKA PRAWA HANDLOWEGO

Stan prawny na 10 czerwca 2017 r.

Wydawca
Magdalena Stojek-Siwińska

Redaktor prowadzący
Joanna Tchorek

Opracowanie redakcyjne
Katarzyna Świerk-Bożek

Łamanie
Andrzej Gudowski

Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

prawolubni

SZANUJMY PRAWO I WŁASNOŚĆ
Więcej na www.legalnakultura.pl
POLSKA IZBA KSIĄŻKI

© Copyright by
Wolters Kluwer Polska SA, 2017

ISBN: 978-83-8107-253-3

Dział Praw Autorskich
01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
tel. 22 535 82 19
e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl
księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

WYKAZ SKRÓTÓW	35
UWAGI WSTĘPNE (Andrzej Kidyba)	45
ROZDZIAŁ I. SPÓŁKI PUBLICZNE (Marek Michalski)	47
1. Historyczne podstawy wyodrębnienia spółek publicznych	47
1.1. Spółka publiczna a spółka specjalistyczna	47
1.2. Pojęcie spółki publicznej a rozwój regulacji prawnych w zakresie rynku kapitałowego	57
1.2.1. Zarys procesu regulowania rynku kapitałowego	57
1.2.2. Ewolucja pojęcia spółki publicznej i jego zakotwiczenie w polskim systemie prawnym	64
2. Dematerializacja akcji jako przesłanka uzyskania statusu spółki publicznej	74
2.1. Geneza i podstawy normatywne dematerializacji	74
2.2. Tryby dematerializacji papierów wartościowych	78
2.2.1. Dematerializacja systemowa oraz dematerializacja autonomiczna	78
2.2.2. Dematerializacja obligatoryjna oraz dematerializacja fakultatywna	80
2.3. Specyfika dematerializacji akcji	82
2.4. Zniesienie dematerializacji systemowej akcji	95
2.4.1. Procedura zniesienia dematerializacji akcji	95
2.4.2. Skutki zniesienia dematerializacji akcji	103
3. Specyfika spółki publicznej w płaszczyźnie ustrojowo-konstrukcyjnej	106
3.1. Specyfika emisji akcji przez spółki publiczne	107
3.2. Specyfika regulacji w odniesieniu do zarządu i rady nadzorczej spółki publicznej	116

3.3. Specyfika regulacji w odniesieniu do walnego zgromadzenia spółki publicznej	124
3.4. Rewident do spraw szczególnych w spółkach publicznych	144
3.5. Zasady nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych	147
4. Obowiązki informacyjne spółek publicznych	149
4.1. Rozwój obowiązków informacyjnych	149
4.2. Dokumenty informacyjne – prospekt emisyjny i memorandum informacyjne	154
4.3. Obowiązki informacyjne spółki publicznej związane z jej statusem formalnym	162
4.4. Obowiązki związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych	172
Bibliografia	174
ROZDZIAŁ II. SPÓŁKI SKARBU PAŃSTWA (Justyna Dąbrowska)	178
1. Historyczne podstawy wyodrębnienia spółek Skarbu Państwa	178
1.1. Spółki z udziałem Skarbu Państwa i spółki Skarbu Państwa jako spółki specjalistyczne	178
1.1.1. Typologia spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	178
1.1.2. Specyfika spółek Skarbu Państwa	181
1.1.3. Cechy specyficzne spółek z udziałem Skarbu Państwa	188
1.2. Spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa jako wehikuł służący prowadzeniu działalności gospodarczej przez państwo	189
1.3. Wybór formuły spółki akcyjnej jako spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	195
1.4. Geneza spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	198
1.4.1. Komercjalizacja w okresie II Rzeczypospolitej	201
1.4.2. Kształtowanie się państwowego sektora gospodarczego po zakończeniu II wojny światowej	207
1.4.3. Komercjalizacja i prywatyzacja na podstawie ustawy z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych	213
1.4.3.1. Przekształcenia państwowych przedsiębiorstw gospodarki rolnej i państwowych osób prawnych, dla których organem założycielskim lub organem nadzoru był Minister Obrony Narodowej	216
1.4.3.2. Przekształcenia przedsiębiorstw państwowych o szczególnym znaczeniu dla gospodarki państwa	217
1.4.3.3. Prywatyzacja narodowych funduszy inwestycyjnych	218

1.4.3.4. Komercjalizacja w ramach bankowego postępowania ugodowego	219
1.4.4. Komercjalizacja na podstawie ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych	220
1.4.5. Komercjalizacja na podstawie ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników	223
2. Utworzenie spółki – cechy wyróżniające	225
2.1. Ograniczenia formy prawnej prowadzonej działalności	225
2.2. Sposoby utworzenia akcyjnej spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	227
2.2.1. Szczególne podstawy tworzenia spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	228
2.2.2. Utworzenie spółki Skarbu Państwa w wyniku komercjalizacji przedsiębiorstwa państwowego	236
2.2.2.1. Istota komercjalizacji	236
2.2.2.2. Definicja komercjalizacji	237
2.2.2.3. Wyłączenia spod możliwości komercjalizacji	240
2.2.2.4. Podmioty uprawnione do wystąpienia z wnioskiem o komercjalizację	242
2.2.2.4.1. Komercjalizacja z inicjatywy organu założycielskiego	242
2.2.2.4.2. Komercjalizacja na wniosek dyrektora przedsiębiorstwa państwowego i rady pracowniczej	244
2.2.2.5. Odmowa komercjalizacji	244
2.2.2.6. Cywilnoprawny charakter prawny aktu komercjalizacji	245
2.2.2.7. Charakter prawny aktu komercjalizacji w świetle czynności założycielskich spółki	248
2.2.2.8. Statut spółki Skarbu Państwa	252
2.2.2.9. Czynności fundacyjne, organizacyjne i rejestracyjne	253
2.2.3. Komercjalizacja przedsiębiorstw państwowych na mocy odrębnych ustaw	255
2.2.4. Spółki Skarbu Państwa tworzone w drodze komercjalizacji innych jednostek państwowych	257
2.2.5. Spółki z udziałem Skarbu Państwa tworzone w wyniku komercjalizacji z konwersją wierzytelności	257
3. Przedmiot działalności spółki	259
3.1. Prowadzenie przez państwo działalności gospodarczej	259
3.2. Struktury holdingowe spółek z udziałem Skarbu Państwa	261

3.3. Wybrane kategorie spółek z udziałem Skarbu Państwa	263
3.3.1. Jednoosobowe spółki Skarbu Państwa o istotnym znaczeniu dla gospodarki państwa	263
3.3.2. Spółki o znaczeniu gospodarczo-obronnym	265
3.3.3. Spółki podlegające szczególnej ochronie na podstawie ustawy o kontroli niektórych inwestycji	265
3.3.4. Spółki realizujące misję publiczną	266
3.3.5. Spółki realizujące zadania publiczne	267
3.3.6. Spółki posiadające istotne znaczenie dla polityki państwa lub sektora gospodarki	268
3.3.7. Jednoosobowe spółki hodowli roślin uprawnych lub hodowli zwierząt gospodarskich o szczególnym znaczeniu dla gospodarki narodowej	269
3.4. Obszary działalności spółek z udziałem Skarbu Państwa	269
3.4.1. Spółki sektora energetycznego	272
3.4.2. Spółki sektora górniczego	280
3.4.3. Spółki prowadzące rynek regulowany i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	281
3.4.4. Spółki publicznej radiofonii i telewizji	284
3.4.5. Spółki telekomunikacyjne i poczta	285
3.4.6. Spółki kolejowe	286
3.4.7. Spółki zarządzające nieruchomościami	287
3.4.8. Spółki zarządzające specjalnymi strefami ekonomicznymi	288
3.4.9. Spółki portowe i spółka prowadząca Polski Rejestr Statków	289
3.4.10. Agencje	290
3.4.11. Spółki z udziałem Skarbu Państwa w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego	294
4. Akcje i obrót akcjami	295
4.1. Skarb Państwa jako akcjonariusz spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	295
4.1.1. Specyfika polityki własnościowej Skarbu Państwa	295
4.1.2. Szczególne uprzywilejowanie Skarbu Państwa	296
4.1.2.1. Złota akcja	296
4.1.2.2. Możliwość uzyskania szczególnych uprawnień w związku z realizacją interesu publicznego	301
4.1.2.3. Szczególne kodeksowe uprzywilejowanie Skarbu Państwa	304
4.1.2.4. Szczególne uprawnienia państwa wobec spółek Skarbu Państwa, spółek z udziałem Skarbu Państwa i innych spółek, realizowane w celu publicznym	307

4.1.2.4.1. Geneza szczególnych uprawnień państwa wobec spółek o istotnym znaczeniu dla porządku publicznego i bezpieczeństwa publicznego	307
4.1.2.4.2. Założenia ustawy z dnia 18 marca 2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego do spraw energii oraz ich wykonywaniu w niektórych spółkach kapitałowych lub grupach kapitałowych prowadzących działalność w sektorach energii elektrycznej, ropy naftowej oraz paliw gazowych	308
4.1.2.4.3. Pojęcie infrastruktury krytycznej	312
4.1.2.4.4. Prawo wyrażania sprzeciwu wobec uchwał organów spółki	313
4.1.2.4.5. Pełnomocnik do spraw ochrony infrastruktury krytycznej	314
4.1.2.4.6. Skutki zaliczenia mienia spółki do infrastruktury krytycznej wobec uchwał organów spółki	316
4.1.2.4.7. Kontrola ujęcia mienia spółki w wykazie infrastruktury krytycznej	319
4.1.3. Statutowe uprzywilejowanie Skarbu Państwa	320
4.1.3.1. Akcje uprzywilejowane co do głosu	321
4.1.3.2. Kumulacja i redukcja głosów (<i>voting cap</i>)	322
4.1.3.3. Porozumienia głosowe	329
4.1.3.4. Uprawnienia osobiste	330
4.2. Obrót akcjami spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	333
4.2.1. Odmienności dotyczące obrotu akcjami spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	333
4.2.2. Prywatyzacja	333
4.2.3. Zasady zbywania akcji należących do Skarbu Państwa	335
4.2.4. Nieodpłatne zbywanie akcji Skarbu Państwa	343
4.2.4.1. Zasady nieodpłatnego nabywania akcji Skarbu Państwa przez pracowników	343
4.2.4.2. Zasady nieodpłatnego nabywania akcji Skarbu Państwa przez rolników i rybaków	348
4.2.4.3. Dziedziczenie prawa do nieodpłatnego nabycia akcji	348
4.2.4.4. Ograniczenie obrotu akcjami nabytymi nieodpłatnie	349

4.2.4.5. Nieodpłatne nabywanie akcji spółek Skarbu Państwa na podstawie ustaw szczególnych . . .	350
4.2.5. Szczególny tryb zbywania akcji Skarbu Państwa	353
4.2.6. Ustawowe ograniczenia obrotu akcjami spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	355
4.2.6.1. Zakaz zbywania akcji Skarbu Państwa określonych spółek	356
4.2.6.2. Ograniczenie zbywalności akcji Skarbu Państwa . . .	356
4.2.6.3. Ograniczenia nabycia lub objęcia akcji i obowiązki związane z nabyciem lub objęciem akcji spółek specjalistycznych i publicznych	358
4.2.6.4. Ograniczenia i obowiązki związane z nabyciem lub objęciem akcji spółki prowadzącej rynek regulowany i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	359
4.2.6.5. Ograniczenia nabycia lub objęcia akcji przez cudzoziemca	361
4.2.6.6. Ograniczenia nabycia lub objęcia akcji w spółce zakładającej lotnisko użytku publicznego albo będącej założycielem lub właścicielem lotniska użytku publicznego	362
4.2.6.7. Ograniczenia nabycia lub objęcia akcji w spółce prowadzącej działalność leczniczą	363
4.2.6.8. Ograniczenia nabycia akcji w spółce hodowli roślin uprawnych lub hodowli zwierząt gospodarskich o szczególnym znaczeniu dla gospodarki narodowej	363
4.2.6.9. Statutowe ograniczenia zbywalności akcji Skarbu Państwa	364
4.2.6.10. Ograniczenia zbywalności akcji w celu ochrony niektórych inwestycji	365
4.2.6.10.1. Uzasadnienie ograniczenia zbywalności akcji	365
4.2.6.10.2. Istotne uczestnictwo i nabycie dominacji w spółce	367
4.2.6.10.3. Zawiadomienie o nabyciu istotnego uczestnictwa i nabycia dominacji w spółce	370
4.2.6.10.4. Skutki nabycia istotnego uczestnictwa i dominacji w spółce	371
4.2.6.10.4.1. Wszczęcie postępowania administracyjnego	371

4.2.6.10.4.2. Sprzeciw wobec nabycia istotnego uczestnictwa i dominacji w spółce	372
4.2.6.10.4.3. Skutki nabycia istotnego uczestnictwa i dominacji w spółce bez zawiadomienia albo mimo zgłoszenia sprzeciwu	373
4.2.7. Odmienne zasady umarzania i przymusowego wykupu akcji	376
5. Stosunki majątkowe	379
5.1. Szczególne uprawnienia majątkowe Skarbu Państwa wobec spółek Skarbu Państwa	379
5.1.1. Uzasadnienie szczególnych uprawnień majątkowych Skarbu Państwa	379
5.1.2. Państwowy charakter mienia spółek Skarbu Państwa	380
5.1.3. Podstawy prawne uprawnień majątkowych Skarbu Państwa wobec spółek Skarbu Państwa	382
5.1.4. Podmioty realizujące uprawnienia majątkowe Skarbu Państwa wobec spółek Skarbu Państwa	383
5.2. Wyposażenie majątkowe spółki Skarbu Państwa	386
5.3. Czynności majątkowe spółek Skarbu Państwa	388
5.3.1. Kompetencje walnego zgromadzenia spółki powstałej w wyniku komercjalizacji, w której ponad połowa ogólnej liczby akcji należy do Skarbu Państwa	389
5.3.2. Kompetencje rady nadzorczej spółki, w której ponad połowa akcji należy do Skarbu Państwa	390
5.3.3. Uprawnienia Skarbu Państwa wobec spółek Skarbu Państwa dotyczące dokonywania określonych czynności prawnych	392
5.3.3.1. Geneza regulacji zobowiązującej spółki do powiadomienia o określonych czynnościach prawnych i uzyskania zgody Skarbu Państwa na ich dokonanie	392
5.3.3.2. Zakres podmiotowy regulacji	393
5.3.3.3. Zakres przedmiotowy regulacji	395
5.3.3.4. Postępowanie w przedmiocie wyrażenia zgody na dokonanie czynności prawnej	397
5.3.3.5. Charakter prawny decyzji dotyczącej dokonania czynności prawnej	399
5.3.3.6. Zaskarżanie decyzji dotyczącej dokonania czynności prawnej	400

5.3.3.7. Zwolnienia z kontroli oraz inne formy kontroli Skarbu Państwa majątkowych czynności prawnych spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	402
5.3.4. Dokonywanie czynności prawnych dotyczących praw do nieruchomości	403
5.3.5. Szczególne regulacje dotyczące czynności majątkowych spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	405
5.3.6. Prywatyzacja bezpośrednia	406
5.4. Wpłaty z zysku spółek Skarbu Państwa	407
5.4.1. Zakres podmiotowy ustawy z dnia 1 grudnia 1995 r. o wpłatach z zysku przez jednoosobowe spółki Skarbu Państwa	407
5.4.2. Charakter prawny wpłat z zysku	409
5.4.3. Zasady obliczania i uiszczania wpłat z zysku	411
5.4.4. Kontrola prawidłowości obliczania i uiszczania wpłat z zysku	413
5.4.5. Odmienne zasady udziału w zyskach spółek z udziałem Skarbu Państwa prowadzących rynek regulowany i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	414
5.5. Polityka dywidendowa spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	414
5.6. Zachowanie przejrzystości finansowej	417
6. Zasady działania organów	419
6.1. Obszary normatywnej modyfikacji zasad działania organów spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	419
6.2. Rada nadzorcza spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	421
6.2.1. Obowiązek ustanowienia rady nadzorczej	421
6.2.2. Skład rady nadzorczej spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa powstałej w wyniku komercjalizacji	421
6.2.2.1. Powołanie członków rady nadzorczej spółki	421
6.2.2.1.1. Wybór członków rady nadzorczej spółki Skarbu Państwa pierwszej kadencji	423
6.2.2.1.2. Wybór członków rady nadzorczej spółki Skarbu Państwa kolejnych kadencji	424
6.2.2.1.3. Wybór członków rady nadzorczej spółki z udziałem Skarbu Państwa powstałej w wyniku komercjalizacji	427
6.2.2.2. Odwołanie członków rady nadzorczej	427

6.2.3. Szczególne regulacje gwarantujące udział interesariuszy w radach nadzorczych spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	429
6.2.4. Bierne prawo wyborcze do rady nadzorczej spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	430
6.2.4.1. Ograniczenia biernego prawa wyborczego do rady nadzorczej	430
6.2.4.1.1. Pozytywna opinia Rady do spraw spółek z udziałem Skarbu Państwa i państwowych osób prawnych	430
6.2.4.1.2. Wymogi wykształcenia i kwalifikacje zawodowe kandydata na członka rady nadzorczej	433
6.2.4.1.3. Egzamin dla kandydatów na członków organów nadzorczych	435
6.2.4.2. Wymogi wobec kandydata na członka organu nadzorczego spółki o istotnym znaczeniu dla gospodarki państwa	440
6.2.4.3. Ograniczenie prowadzenia działalności gospodarczej przez osoby pełniące funkcje publiczne	440
6.2.4.4. Ograniczenia związane z zasadami wynagradzania osób kierujących niektórymi spółkami	445
6.2.4.5. Szczególne uprawnienia do powołania i odwoływania członków rady nadzorczej spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	446
6.2.5. Wynagrodzenie członków rady nadzorczej spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	449
6.2.5.1. Zasady kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami	449
6.2.5.2. Wysokość wynagrodzenia członka rady nadzorczej	451
6.2.5.3. Sankcje za naruszenie przepisów ustawy w zakresie wysokości wynagrodzenia członków organów spółek Skarbu Państwa i spółek z udziałem Skarbu Państwa	452
6.2.5.4. Określanie wynagrodzeń członków rad nadzorczych	453
6.2.5.5. Jawność wysokości wynagrodzeń członków rad nadzorczych	454
6.2.6. Struktura i organizacja pracy rady nadzorczej spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	455

6.2.6.1. Uprawnienia przewodniczącego rady nadzorczej	455
6.2.6.2. Komitety rady nadzorczej	456
6.3. Zarząd spółki Skarbu Państwa	461
6.3.1. Skład zarządu spółki Skarbu Państwa	461
6.3.1.1. Skład zarządu spółki powstałej w drodze komercjalizacji	461
6.3.1.2. Szczególne regulacje dotyczące składu zarządu spółek Skarbu Państwa	462
6.3.1.3. Bierne prawo wyborcze	463
6.3.1.4. Postępowanie kwalifikacyjne na stanowisko członka zarządu	468
6.3.1.5. Powoływanie członka zarządu przez pracowników spółki	471
6.3.2. Umowa o sprawowanie zarządu	473
6.3.3. Zatrudnienie i wynagrodzenie członków zarządu spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	476
6.3.3.1. Podstawa i zasady zatrudnienia członka zarządu . . .	476
6.3.3.2. Kształtowanie wynagrodzenia członków zarządu spółki	478
6.3.3.3. Jawność wynagrodzeń członków zarządu	484
6.4. Walne zgromadzenie spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	485
7. Nadzór nad działalnością spółki	490
7.1. Typy nadzoru sprawowanego nad spółkami Skarbu Państwa	490
7.2. Instrumenty nadzoru gospodarczego	491
7.2.1. Reglamentacja i nadzór administracyjny	491
7.2.2. Regulacja	494
7.2.3. Szczególne instrumenty władczego oddziaływania	495
7.3. Nadzór założycielski, korporacyjny i właścicielski nad spółkami Skarbu Państwa i spółkami z udziałem Skarbu Państwa	497
7.3.1. Istota nadzoru założycielskiego, korporacyjnego i właścicielskiego	497
7.3.2. Obszary uprawnień nadzorczych Skarbu Państwa i podmioty uprawnione do ich wykonywania	498
7.3.3. Nadzór założycielski nad spółkami Skarbu Państwa	501
7.3.4. Nadzór właścicielski Skarbu Państwa	503
7.3.4.1. Charakterystyka nadzoru właścicielskiego Skarbu Państwa	504
7.3.4.2. Zakres oddziaływania regulacji nienormatywnych na działanie spółek z udziałem Skarbu Państwa	506
7.3.4.3. Charakter prawny regulacji nienormatywnych	507
7.3.4.4. Zakres podmiotowy regulacji nienormatywnych . . .	508

7.3.4.5. Zakres przedmiotowy regulacji nienormatywnych	511
7.3.4.6. Ocena regulacji nienormatywnych	517
7.3.5. Charakter prawny dokumentów wchodzących w skład „Programu Profesjonalizacji Nadzoru”	520
7.3.6. Kodeksy dobrych praktyk	522
7.3.6.1. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych	522
7.3.6.2. Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych	524
7.3.6.3. Zasady nadzoru korporacyjnego Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju	526
7.3.6.4. Wytyczne Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju dotyczące nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach publicznych	527
7.4. Rola walnego zgromadzenia w systemie nadzoru właścicielskiego	529
7.5. Pozycja rady nadzorczej w systemie nadzoru właścicielskiego	534
8. Inne cechy wyróżniające	538
8.1. Kapitał zakładowy spółki Skarbu Państwa	538
8.2. Odmienności dotyczące stosowania niektórych przepisów kodeksu spółek handlowych	539
8.3. Składanie oświadczeń woli spółce przez Skarb Państwa	540
8.4. Założenie spółki jednoosobowej przez spółkę Skarbu Państwa	540
8.5. Reprezentacja na walnym zgromadzeniu pracowników, którzy nabyli akcje spółki powstałej w wyniku przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego	541
8.6. Firma spółki	542
9. Rozwiązanie spółki	542
9.1. Definicja rozwiązania spółki	542
9.2. Przyczyny rozwiązania spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	544
9.2.1. Rozwiązanie spółki z przyczyn przewidzianych w statucie spółki	544
9.2.2. Powzięcie uchwały przez akcjonariuszy spółki	544
9.2.3. Rozwiązanie spółki mocą prawomocnego orzeczenia sądowego	546
9.2.4. Ogłoszenie upadłości spółki	550
9.2.5. Szczególne sposoby rozwiązania spółki Skarbu Państwa i spółki z udziałem Skarbu Państwa	552
9.3. Postępowanie likwidacyjne	554
9.3.1. Stosunki wewnętrzne spółki w likwidacji	554
9.3.2. Zasady zbywania majątku likwidowanej spółki	555
9.3.3. Podział majątku spółki w likwidacji	556

9.3.4. Gospodarowanie mieniem uzyskanym w likwidacji i mieniem polikwidacyjnym	558
9.3.5. Zasady wynagradzania likwidatorów	559
Bibliografia	560
ROZDZIAŁ III. SPÓŁKI W DZIAŁALNOŚCI BANKOWEJ (Ewa Skibińska)	580
1. Historyczne podstawy wyodrębnienia spółek w działalności bankowej	580
2. Utworzenie spółki – cechy wyróżniające	590
2.1. Utworzenie banku w formie spółki akcyjnej	590
2.2. Utworzenie banku krajowego przez instytucję kredytową prowadzącą działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej poprzez oddział	598
2.3. Przekształcenie banku państwowego w bank w formie spółki akcyjnej	599
3. Przedmiot działalności spółki	601
4. Akcje i obrót akcjami	607
4.1. Nabywanie znacznych pakietów	607
4.1.1. Podmiot zobowiązany do złożenia zawiadomienia	609
4.1.2. Zakres obowiązków podmiotu składającego zawiadomienie	612
4.1.3. Zakres kompetencji Komisji Nadzoru Finansowego	616
4.1.4. Środki nadzoru	620
4.1.5. Obowiązek informacyjny wobec banku	626
4.1.6. Inne podmioty mające obowiązek informacyjny	627
4.1.7. Ograniczenia w obrocie akcjami banku	630
4.2. Obowiązek banku dotyczący zgłoszenia Komisji Nadzoru Finansowego zamiaru nabycia pakietu akcji lub udziałów	631
5. Stosunki majątkowe	633
5.1. Zasady gospodarki finansowej	633
5.2. Fundusze własne	635
6. Zasady działania organów	645
6.1. System organów	645
6.2. Zarząd	646
6.3. Rada nadzorcza	659
6.3.1. Skład rady nadzorczej	659
6.3.2. Kompetencje rady nadzorczej	661
6.3.3. Komitety rady nadzorczej	662
6.3.3.1. Komitet do spraw wynagrodzeń i komitet do spraw ryzyka	665
6.3.3.2. Komitet audytu	669
6.3.3.3. Komitet do spraw nominacji	671
7. Nadzór nad działalnością spółki sprawowany przez Komisję Nadzoru Finansowego	673

8. Inne cechy wyróżniające	683
8.1. Siedziba banku	683
8.2. Zmiana statutu banku	684
8.3. Łączenie się banków	686
8.4. Podział banku	689
8.5. Nabycie przedsiębiorstwa bankowego lub jego zorganizowanej części	692
8.6. Postępowanie naprawcze	693
8.6.1. Plan naprawy	693
8.6.2. Wczesna interwencja	702
8.6.3. Kurator	704
8.6.4. Zarząd komisaryczny	710
9. Rozwiązanie spółki	715
9.1. Likwidacja przymusowa	716
9.1.1. Wszczęcie postępowania likwidacyjnego	717
9.1.2. Zakres uprawnień likwidatora	719
9.2. Likwidacja dobrowolna	721
9.3. Przymusowa restrukturyzacja	722
9.4. Postępowanie upadłościowe	725
9.4.1. Wszczęcie postępowania upadłościowego	726
9.4.2. Skutki prawne ogłoszenia upadłości	730
Bibliografia	735

ROZDZIAŁ IV. SPÓŁKA PROWADZĄCA ZAKŁAD UBEZPIECZEŃ LUB ZAKŁAD

REASEKURACJI (Tomasz Siemiątkowski, Tomasz Szczurowski) 743

1. Historyczne podstawy wyodrębnienia spółek prowadzących zakład ubezpieczeń lub zakład reasekuracji	743
2. Utworzenie spółki – cechy wyróżniające	752
2.1. Sposoby utworzenia spółki	752
2.2. Pierwotny sposób utworzenia spółki	753
2.2.1. Przygotowanie projektu statutu	753
2.2.2. Zezwolenie na wykonywanie działalności i zatwierdzenie statutu	766
2.2.3. Podpisanie statutu	768
2.2.4. Powołanie organów	768
2.2.5. Objęcie akcji	769
2.2.6. Pokrycie akcji	771
2.2.7. Rejestracja spółki	774
2.3. Utworzenie spółki w wyniku przekształcenia towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych	780
2.3.1. Sporządzenie planu przekształcenia	781
2.3.2. Wezwanie członków towarzystwa	782
2.3.3. Uchwała o przekształceniu	783
2.3.4. Podpisanie statutu spółki	784
2.3.5. Objęcie akcji	785

2.3.6. Autoryzacja przekształcenia przez organy państwa	786
2.3.7. Skutki przekształcenia	788
3. Przedmiot działalności spółki	789
3.1. Działalność ubezpieczeniowa	789
3.2. Działalność reasekuracyjna	794
3.3. Działalność ubezpieczeniowa (reasekuracyjna) a działalność gospodarcza	797
3.4. Łączenie różnych działalności	799
3.5. Zezwolenie na wykonywanie działalności ubezpieczeniowej (reasekuracyjnej)	799
3.5.1. Wniosek o udzielenie zezwolenia	801
3.5.2. Udzielenie zezwolenia na wykonywanie działalności ubezpieczeniowej (reasekuracyjnej)	805
3.5.3. Cofnięcie zezwolenia	809
4. Akcje i obrót akcjami	813
4.1. Rodzaj emitowanych akcji	813
4.2. Ograniczenia w obejmowaniu i nabywaniu akcji	818
4.2.1. Zgoda organu nadzoru	819
4.2.2. Zawiadomienie organu nadzoru o zamiarze objęcia (nabycia)	821
4.2.2.1. Zakres przedmiotowy zawiadomienia	822
4.2.2.2. Termin dokonania zawiadomienia	824
4.2.2.3. Wymogi formalne zawiadomienia	825
4.2.2.4. Konsekwencje zawiadomienia	827
4.2.2.5. Sankcja braku zawiadomienia	835
4.2.3. Zawiadomienie o zbyciu akcji	839
5. Stosunki majątkowe	840
5.1. Wysokość kapitału zakładowego	840
5.2. Konsekwencje gospodarki finansowej dla stosunków majątkowych	843
5.2.1. Zasada transparentności	843
5.2.2. Wycena aktywów i zobowiązań dla celów wypłacalności	845
5.2.3. Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe dla celów wypłacalności	846
5.2.4. Środki własne	848
5.2.5. Kapitałowy wymóg wypłacalności i minimalny kapitałowy wymóg wypłacalności	849
5.2.6. Lokowanie środków finansowych	850
5.2.7. Rola organu nadzoru w przypadku zagrożenia właściwej gospodarki zakładu	851
5.2.7.1. Plan naprawczy i plan finansowy	851
5.2.7.2. Ustanowienie kuratora	853
5.2.7.3. Ustanowienie zarządu komisarycznego	855

6. Zasady działania organów	857
6.1. System zarządzania ryzykiem	857
6.2. Odrębności systemu organów spółki	862
6.3. Zarząd	862
6.3.1. Struktura wewnętrzna zarządu	862
6.3.2. Kwalifikacje członków zarządu	864
6.3.3. Powołanie członków zarządu	871
6.3.3.1. Powołanie prezesa zarządu oraz członka zarządu odpowiedzialnego za zarządzanie ryzykiem	871
6.3.3.2. Powołanie pozostałych członków zarządu	876
6.3.3.3. Podmiot właściwy do zgłoszenia członków zarządu	878
6.4. Rada nadzorcza	879
6.4.1. Struktura wewnętrzna	879
6.4.2. Kwalifikacje członków rady nadzorczej	879
6.4.3. Powołanie członków rady nadzorczej	880
6.5. Osoby pełniące kluczową funkcję	881
6.5.1. Pojęcie	881
6.5.2. Kwalifikacje osób pełniących kluczową funkcję	881
6.5.3. Powołanie osób pełniących kluczową funkcję	882
6.6. Walne zgromadzenie	882
7. Nadzór nad działalnością spółki	884
7.1. Pojęcie oraz cele nadzoru	884
7.2. Środki nadzorcze	891
7.2.1. Rekomendacje	891
7.2.2. Obowiązki informacyjno-sprawozdawcze	893
7.2.3. Kontrola	896
7.2.4. Wizyta nadzorcza	897
7.2.5. Zalecenia	898
7.2.6. Inne środki nadzorcze	902
7.2.7. Udział w postępowaniach sądowych	904
8. Inne cechy wyróżniające	905
8.1. Zatwierdzenie zmiany statutu	905
8.2. Przeniesienie portfela ubezpieczeniowego lub reasekuracyjnego	908
8.3. Ujawnianie informacji	912
9. Rozwiązanie spółki	914
9.1. Przyczyny rozwiązania spółki	914
9.2. Definitywne przyczyny rozwiązania	916
9.2.1. Uchwała walnego zgromadzenia (likwidacja dobrowolna)	916
9.2.2. Decyzja organu nadzoru (likwidacja przymusowa)	919
9.3. Postępowanie likwidacyjne	920
9.3.1. Zasady ogólne postępowania likwidacyjnego	920

9.3.2. Postępowanie likwidacyjne przy likwidacji dobrowolnej	922
9.3.3. Postępowanie likwidacyjne przy likwidacji przymusowej	923
9.4. Upadłość zakładu ubezpieczeń lub zakładu reasekuracji	924
9.5. Transformatoryjne ustanie spółki	930
Bibliografia	935

ROZDZIAŁ V. TOWARZYSTWA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

(Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka, Marek Michalski)	938
1. Historyczne podstawy wyodrębnienia towarzystw funduszy inwestycyjnych (Marek Michalski)	938
1.1. Rozwój instytucji zbiorowego inwestowania	938
1.2. Instytucje zbiorowego inwestowania a rynek kapitałowy	941
1.3. Fundusze inwestycyjne w Polsce	944
2. Akty zawierające regulacje dotyczące towarzystw funduszy inwestycyjnych (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	946
3. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych w praktyce (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	951
4. Utworzenie spółki – cechy wyróżniające (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	953
4.1. Założyciele	954
4.2. Treść statutu	956
4.2.1. Elementy obligatoryjne bezwarunkowe	956
4.2.1.1. Firma	956
4.2.1.2. Siedziba	957
4.2.1.3. Przedmiot działalności	958
4.2.1.4. Czas trwania	959
4.2.1.5. Kapitał zakładowy oraz kwota wpłacona przed zarejestrowaniem na pokrycie kapitału zakładowego	959
4.2.1.6. Wartość nominalna akcji i ich liczba ze wskazaniem, czy akcje są imienne, czy na okaziciela	961
4.2.1.7. Liczba akcji poszczególnych rodzajów i związane z nimi uprawnienia, jeżeli mają być wprowadzone akcje różnych rodzajów	961
4.2.1.8. Nazwiska i imiona albo firmy (nazwy) założycieli	962
4.2.1.9. Skład i powołanie organów	962
4.2.1.10. Pismo do ogłoszeń	962
4.2.2. Elementy obligatoryjne warunkowe	962
4.2.3. Elementy fakultatywne	963
4.3. Ustanowienie władz spółki	963
4.4. Wniesienie przez akcjonariuszy wkładów na poczet kapitału zakładowego	964

4.5. Pisemne sprawozdanie założycieli i jego badanie przez biegłego rewidenta	965
4.6. Wpis spółki do rejestru przedsiębiorców	965
5. Przedmiot działalności spółki (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	966
5.1. Tworzenie funduszy inwestycyjnych	968
5.2. Zarządzanie funduszami inwestycyjnymi	972
5.3. Reprezentowanie funduszu inwestycyjnego	976
5.4. Pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych utworzonych przez inne towarzystwa	978
5.5. Zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych	978
5.6. Zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych	979
5.7. Doradztwo inwestycyjne	981
5.8. Przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	981
5.9. Pełnienie funkcji przedstawiciela funduszy zagranicznych	982
5.10. Prowadzenie na terytorium państwa członkowskiego działalności w formie oddziału lub w formie innej niż oddział	982
5.11. Outsourcing	983
6. Akcje i obrót akcjami (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	986
6.1. Charakter akcji towarzystw funduszy inwestycyjnych	986
6.1.1. Akcje imienne jako zasada	986
6.1.2. Akcje zwykłe i uprzywilejowane	986
6.2. Obowiązki nabywającego albo obejmującego akcje lub prawa z akcji towarzystw funduszy inwestycyjnych	986
6.2.1. Zakres obowiązku zawiadomienia i treść zawiadomienia kierowanego do Komisji Nadzoru Finansowego	987
6.2.2. Postępowanie przed Komisją Nadzoru Finansowego	989
6.2.3. Sposób rozstrzygnięcia sprawy przez Komisję Nadzoru Finansowego	990
6.2.4. Skutki niezgodnego z prawem nabycia lub objęcia akcji lub praw z akcji	992
6.3. Obowiązki podmiotu zbywającego akcje lub prawa z akcji towarzystw funduszy inwestycyjnych	994
7. Stosunki majątkowe (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	994
7.1. Kapitał zakładowy, kapitał początkowy i kapitały własne towarzystw funduszy inwestycyjnych	994
7.1.1. Kapitał zakładowy towarzystw funduszy inwestycyjnych	995
7.1.2. Kapitał początkowy towarzystw funduszy inwestycyjnych	995
7.1.3. Obowiązek stałego utrzymywania przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych kapitałów własnych na określonym poziomie	996

7.2. Majątek towarzystwa funduszy inwestycyjnych a majątek funduszu inwestycyjnego	999
7.3. Zakaz przyjmowania przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych prowizji lub świadczeń niepieniężnych	999
7.4. Ograniczenia dokonywania pewnych czynności prawnych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1000
7.5. Regulacje dotyczące udziału akcjonariuszy w zysku rocznym towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1003
8. Zasady działania organów (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	1005
8.1. Szczególne regulacje dotyczące zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1005
8.1.1. Skład zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1005
8.1.1.1. Liczebność zarządu oraz wymogi stawiane członkom zarządu	1005
8.1.1.2. Niepołączalność funkcji	1008
8.1.1.3. Powoływanie i odwoływanie członków zarządu towarzystw funduszy inwestycyjnych	1009
8.1.2. Sposób działania zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych i zaskarżanie uchwał zarządu towarzystwa	1009
8.2. Szczególne regulacje dotyczące rady nadzorczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1010
8.2.1. Skład rady nadzorczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1010
8.2.1.1. Liczebność rady nadzorczej oraz wymogi stawiane członkom rady nadzorczej	1010
8.2.1.2. Niepołączalność funkcji	1011
8.2.1.3. Powoływanie członków rady nadzorczej i wygaśnięcie ich mandatów	1012
8.2.2. Sposób działania i zaskarżanie uchwał rady nadzorczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1012
8.3. Specyfika regulacji dotyczących walnego zgromadzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1013
9. Nadzór nad działalnością towarzystw funduszy inwestycyjnych (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	1014
9.1. Komisja Nadzoru Finansowego jako organ nadzoru. Cel nadzoru i zadania Komisji	1014
9.2. Sposób działania Komisji Nadzoru Finansowego. Współpraca Komisji z innymi organami i instytucjami	1015
9.3. Kompetencje szczegółowe Komisji Nadzoru Finansowego	1016
9.3.1. Wydawanie i cofanie zezwoleń oraz zgód	1016
9.3.1.1. Zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo	1017
9.3.1.2. Zezwolenie na zarządzanie alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi	1021

9.3.1.3. Zezwolenie na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych; zezwolenie na doradztwo inwestycyjne; zezwolenie na przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	1023
9.3.1.4. Zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego	1024
9.3.1.5. Inne sytuacje, gdy Komisja Nadzoru Finansowego udziela zezwolenia lub wyraża zgodę na działania podejmowane przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych	1025
9.3.2. Obowiązek towarzystwa funduszy inwestycyjnych notyfikacji Komisji Nadzoru Finansowego pewnych operacji i związane z tym uprawnienie Komisji do zgłaszania sprzeciwu	1026
9.3.2.1. Planowana istotna zmiana warunków wykonywania działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych	1026
9.3.2.2. zamiar nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1027
9.3.2.3. zamiar stania się podmiotem dominującym wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1027
9.3.2.4. zamiar wprowadzenia do obrotu unijnego alternatywnego funduszu inwestycyjnego	1028
9.3.3. Uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego do uzyskiwania od towarzystwa funduszy inwestycyjnych informacji i sprawozdań	1029
9.3.4. Uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego do przeprowadzenia postępowania kontrolnego i wyjaśniającego	1032
9.3.5. Uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego do nakazania lub zakazania pewnych działań	1034
9.3.5.1. Nakaz zaprzestania naruszania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych przepisów prawa	1034
9.3.5.2. Uprawnienia Komisji Nadzoru Finansowego w związku ze stosowaniem przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych dźwigni finansowej alternatywnego funduszu inwestycyjnego	1035
9.3.5.3. Nakaz zaprzestania wywierania dominującego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz zakaz wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub wykonywania uprawnień podmiotu dominującego	1035

9.3.5.4. Nakaz zmiany członków zarządu lub rady nadzorczej oraz osób mających istotny wpływ na działalność funduszy inwestycyjnych	1037
9.3.5.5. Nakaz odstąpienia od umowy	1037
9.3.6. Uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego do nakładania kar pieniężnych na towarzystwa funduszy inwestycyjnych, członków organów towarzystw funduszy inwestycyjnych, akcjonariuszy towarzystw funduszy inwestycyjnych	1037
9.3.7. Uprawnienia procesowe Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego	1041
9.4. Koszty nadzoru	1042
10. Inne cechy wyróżniające (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	1043
10.1. Obowiązek posiadania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych strony internetowej i jej minimalna treść	1043
10.2. Odpowiedzialność towarzystwa funduszy inwestycyjnych wobec uczestników zbiorczego portfela papierów wartościowych oraz uczestników funduszu inwestycyjnego	1044
10.3. Tajemnica zawodowa	1050
10.3.1. Osoby zobowiązane do zachowania tajemnicy zawodowej	1050
10.3.2. Pojęcie i zakres tajemnicy zawodowej	1051
10.3.3. Przypadki, w których udostępnienie informacji objętej tajemnicą zawodową jest dopuszczalne	1052
10.3.4. Sankcje karne za w naruszenie tajemnicy zawodowej	1054
10.4. Pracownicy towarzystw funduszy inwestycyjnych	1055
10.5. Polityka wynagrodzeń w towarzystwach funduszy inwestycyjnych	1055
10.6. System kontroli wewnętrznej w towarzystwach funduszy inwestycyjnych	1058
10.7. Przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym	1059
10.8. Zbycie przedsiębiorstwa lub zorganizowanej części przedsiębiorstwa towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1062
11. Rozwiązanie spółki (Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	1062
11.1. Przyczyny powodujące rozwiązanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1063
11.1.1. Przyczyny rozwiązania towarzystwa funduszy inwestycyjnych przewidziane w statucie	1063
11.1.2. Uchwała walnego zgromadzenia o rozwiązaniu spółki albo o przeniesieniu siedziby spółki za granicę	1063
11.1.3. Ogłoszenie upadłości towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1064

11.1.4. Inne przyczyny przewidziane prawem	1065
11.1.4.1. Przyczyny wynikające z przepisów ogólnych	1065
11.1.4.2. Przyczyny wynikające z przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi	1066
11.1.4.2.1. Wygaśnięcie zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo	1066
11.1.4.2.2. Cofnięcie zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo	1067
11.2. Specyfika przebiegu postępowania likwidacyjnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1068
11.3. Specyfika przebiegu postępowania upadłościowego towarzystwa funduszy inwestycyjnych	1070
11.4. Możliwość uczestnictwa towarzystwa funduszy inwestycyjnych w procesach transformacyjnych i ich przebieg – wzmianka	1070
Bibliografia	1071

ROZDZIAŁ. VI. TOWARZYSTWA EMERYTALNE

(Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka)	1074
1. Historyczne podstawy wyodrębnienia towarzystw emerytalnych	1074
1.1. Akty zawierające regulacje dotyczące towarzystw emerytalnych	1074
1.2. Towarzystwa emerytalne w praktyce	1079
2. Utworzenie spółki – cechy wyróżniające	1081
2.1. Założyciele a akcjonariusze oraz zgoda założycieli na zawiązanie towarzystwa i brzmienie statutu oraz na objęcie akcji	1082
2.2. Treść statutu	1085
2.2.1. Elementy obligatoryjne bezwarunkowe	1086
2.2.1.1. Firma	1086
2.2.1.2. Siedziba	1087
2.2.1.3. Przedmiot działalności	1087
2.2.1.4. Kapitał zakładowy	1087
2.2.1.5. Liczba i wartość nominalna akcji	1088
2.2.1.6. Nazwiska i imiona albo firmy (nazwy) założycieli	1089
2.2.1.7. Skład i powołanie organów	1089
2.2.1.8. Pismo do ogłoszeń	1089
2.2.2. Elementy obligatoryjne warunkowe	1089
2.2.3. Elementy fakultatywne	1090
2.3. Ustanowienie władz spółki	1090

2.4. Wniesienie przez akcjonariuszy wkładów na poczet kapitału zakładowego	1091
2.5. Pisemne sprawozdanie założycieli i jego badanie przez biegłego rewidenta	1093
2.6. Regulamin organizacyjny towarzystwa	1094
2.7. Plan organizacyjny i finansowy działalności towarzystwa na trzy lata	1095
2.8. Zezwolenie na utworzenie towarzystwa	1095
2.9. Wpis spółki do rejestru przedsiębiorców	1098
3. Przedmiot działalności spółki	1099
3.1. Tworzenie funduszu emerytalnego	1100
3.2. Zarządzanie funduszem emerytalnym	1103
3.3. Reprezentowanie funduszu emerytalnego	1107
4. Akcje i obrót akcjami	1109
4.1. Warunki skutecznego nabycia akcji, praw z akcji oraz objęcia akcji	1109
4.2. Zakaz obciążania akcji	1110
4.3. Zakaz uprzywilejowania akcji	1111
4.4. Obowiązki związane z powstaniem stosunku dominacji względem akcjonariusza	1111
5. Stosunki majątkowe	1113
5.1. Kapitał zakładowy towarzystwa emerytalnego a jego majątek ...	1113
5.2. Obowiązek stałego utrzymywania kapitałów własnych na określonym poziomie przez powszechne towarzystwa emerytalne	1114
5.3. Majątek towarzystwa emerytalnego a majątek funduszu emerytalnego	1115
5.3.1. Zakazy pewnych operacji między towarzystwem emerytalnym a zarządzanym przez nie funduszem emerytalnym	1116
5.3.2. Rozliczenia finansowe między towarzystwem emerytalnym a zarządzanym przez nie funduszem emerytalnym	1116
5.4. Ograniczenia dokonywania pewnych czynności prawnych przez towarzystwa emerytalne	1118
5.5. Regulacje dotyczące udziału akcjonariuszy w zysku rocznym towarzystwa emerytalnego	1119
5.5.1. Brak prawa do dywidendy w pracowniczych towarzystwach emerytalnych	1120
5.5.2. Polityka dywidendowa w powszechnych towarzystwach emerytalnych	1120
5.6. Obowiązek dokonywania przez powszechne towarzystwa emerytalne wpłat na Fundusz Gwarancyjny	1122

6. Zasady działania organów	1123
6.1. Zarząd towarzystwa emerytalnego	1124
6.1.1. Kompetencje zarządu towarzystwa emerytalnego	1124
6.1.2. Skład zarządu towarzystwa emerytalnego	1124
6.1.2.1. Liczebność zarządu oraz wymogi stawiane członkom zarządu przez art. 41 u.o.f.f.e.	1124
6.1.2.2. Transparencja majątkowa członków zarządu powszechnego towarzystwa emerytalnego	1127
6.1.2.3. Członkowie rady nadzorczej delegowani do pełnienia funkcji członka zarządu	1128
6.1.2.4. Niepołączalność funkcji i zakaz konkurencji członków zarządu towarzystwa emerytalnego	1129
6.1.2.5. Powoływanie członków zarządu towarzystwa emerytalnego oraz powstanie i wygasanie ich mandatu	1130
6.1.2.6. Długość kadencji	1133
6.1.3. Sposób działania zarządu towarzystwa emerytalnego	1134
6.1.4. Zaskarżanie uchwał zarządu towarzystwa emerytalnego	1135
6.2. Rada nadzorcza towarzystwa emerytalnego	1135
6.2.1. Kompetencje rady nadzorczej towarzystwa emerytalnego	1135
6.2.2. Skład rady nadzorczej towarzystwa emerytalnego	1137
6.2.2.1. Liczebność rady nadzorczej oraz wymogi stawiane członkom rady nadzorczej	1137
6.2.2.2. Niepołączalność funkcji	1138
6.2.2.3. Powoływanie członków rady nadzorczej i wygaśnięcie ich mandatów	1139
6.2.3. Sposób działania rady nadzorczej towarzystwa emerytalnego	1140
6.2.4. Zaskarżanie uchwał rady nadzorczej towarzystwa emerytalnego	1141
6.3. Komisja rewizyjna towarzystwa emerytalnego – wzmianka	1142
6.4. Walne zgromadzenie towarzystwa emerytalnego	1142
6.4.1. Kompetencje walnego zgromadzenia towarzystwa emerytalnego	1142
6.4.2. Zwoływanie walnego zgromadzenia towarzystwa emerytalnego	1143
6.4.3. Sposób działania walnego zgromadzenia towarzystwa emerytalnego	1144
6.4.4. Zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia towarzystwa emerytalnego	1145
7. Nadzór nad działalnością towarzystwa emerytalnego	1146
7.1. Cel nadzoru i zadania Komisji Nadzoru Finansowego	1147
7.2. Sposób działania Komisji Nadzoru Finansowego	1148
7.3. Poszczególne kompetencje Komisji Nadzoru Finansowego	1150

7.3.1. Wydawanie i cofanie zezwoleń oraz stwierdzanie wygaśnięcia zezwoleń – odesłanie	1150
7.3.2. Uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego do uzyskiwania od towarzystwa kopii dokumentów, informacji i wyjaśnień	1151
7.3.3. Uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego do przeprowadzenia kontroli	1153
7.3.4. Uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego do nakładania na towarzystwa emerytalne, członków zarządu towarzystwa emerytalnego oraz pracowników towarzystw emerytalnych kar pieniężnych	1154
7.3.5. Inne uprawnienia Komisji Nadzoru Finansowego i Przewodniczącego Komisji	1156
7.4. Koszty nadzoru	1158
8. Inne cechy wyróżniające	1159
8.1. Odpowiedzialność towarzystwa emerytalnego wobec członków funduszu emerytalnego	1159
8.2. Zmiana statutu towarzystwa emerytalnego	1162
8.3. Tajemnica zawodowa dotycząca działalności funduszu emerytalnego	1165
8.3.1. Osoby zobowiązane do zachowania tajemnicy zawodowej dotyczącej działalności funduszu emerytalnego	1165
8.3.2. Pojęcie tajemnicy zawodowej dotyczącej działalności funduszu emerytalnego	1165
8.3.3. Ujawnienie a udostępnienie informacji objętej tajemnicą zawodową dotyczącą działalności funduszu emerytalnego	1168
8.3.4. Przypadki, w których udostępnienie informacji objętej tajemnicą zawodową dotyczącą działalności funduszu emerytalnego jest dopuszczalne	1168
8.3.5. Wykorzystanie tajemnicy zawodowej dotyczącej działalności funduszu emerytalnego	1169
8.3.6. Zakres czasowy obowiązywania tajemnicy zawodowej dotyczącej działalności funduszu emerytalnego	1169
8.3.7. Sankcje za naruszenie tajemnicy zawodowej dotyczącej działalności funduszu emerytalnego	1170
8.3.7.1. Odpowiedzialność karnoprawna	1170
8.3.7.2. Odpowiedzialność administracyjnoprawna	1170
8.4. Pracownicy powszechnego towarzystwa emerytalnego	1170
9. Rozwiązanie spółki	1171
9.1. Przyczyny powodujące rozwiązanie towarzystwa emerytalnego	1172
9.1.1. Ogłoszenie upadłości towarzystwa emerytalnego lub otwarcie jego likwidacji jako przesłanka wydania przez Komisję Nadzoru Finansowego decyzji o cofnięciu zezwoleń na utworzenie towarzystwa	1172

9.1.2. Przyczyny rozwiązania towarzystwa emerytalnego przewidziane w statucie	1173
9.1.3. Uchwała walnego zgromadzenia o rozwiązaniu spółki albo o przeniesieniu siedziby spółki za granicę.	1174
9.1.4. Ogłoszenie upadłości towarzystwa emerytalnego	1174
9.1.5. Inne przyczyny przewidziane prawem	1176
9.1.5.1. Cofnięcie przez Komisję Nadzoru Finansowego towarzystwu zezwolenia na utworzenie towarzystwa, jeżeli Komisja stwierdzi, że fundusz lub towarzystwo rażąco lub uporczywie narusza przepisy ustawy, statutu funduszu lub towarzystwa albo prowadzi działalność, rażąco naruszając interes członków funduszu	1177
9.1.5.2. Cofnięcie przez Komisję Nadzoru Finansowego powszechnemu towarzystwu emerytalnemu zezwolenia na utworzenie towarzystwa, jeżeli nie uzupełni ono kapitałów własnych do wysokości określonej przez ustawę o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych w terminie wyznaczonym w skierowanym do niego przez Komisję wezwaniu	1178
9.1.5.3. Cofnięcie przez Komisję Nadzoru Finansowego powszechnemu towarzystwu emerytalnemu zezwolenia na utworzenie towarzystwa, jeżeli w wyniku zawieszenia wykonywania prawa głosu wszyscy jego akcjonariusze nie mogą wykonywać prawa głosu na walnym zgromadzeniu towarzystwa dłużej niż trzy miesiące	1178
9.1.5.4. Zawarcie przez powszechne towarzystwo emerytalne, które zamierza zrezygnować z działalności, umowy z innym towarzystwem o przekazanie zarządzania otwartym funduszem emerytalnym.	1179
9.1.6. Brak dopuszczalności podjęcia uchwały zapobiegającej rozwiązaniu towarzystwa emerytalnego	1181
9.2. Specyfika przebiegu postępowania likwidacyjnego towarzystwa emerytalnego	1181
9.3. Specyfika przebiegu postępowania upadłościowego towarzystwa emerytalnego	1183
9.4. Specyfika połączenia towarzystw emerytalnych	1183
9.4.1. Zdolność połączeniowa	1183
9.4.2. Rodzaje i istota połączeń	1184
9.4.3. Specyfika przebiegu procesu połączenia	1185

9.5. Brak dopuszczalności przekształcenia i podziału towarzystwa emerytalnego	1188
Bibliografia	1189
ROZDZIAŁ VII. BIURA INFORMACJI GOSPODARCZEJ (Mariusz Stanik)	1191
1. Historyczne podstawy wyodrębnienia biur informacji gospodarczej	1191
2. Utworzenie biura informacji gospodarczej – cechy wyróżniające	1194
2.1. Wymogi utworzenia biura	1194
2.2. Brzmienie firmy biura informacji gospodarczej	1198
2.3. Regulamin zarządzania danymi przez biuro informacji gospodarczej	1204
2.3.1. Obowiązek uchwalenia regulaminu zarządzania danymi	1204
2.3.2. Treść regulaminu zarządzania danymi	1206
2.3.3. Obowiązek zatwierdzenia regulaminu zarządzania danymi	1207
2.3.4. Obowiązek ogłoszenia i skutki ogłoszenia regulaminu zarządzania danymi	1209
2.3.5. Odmowa zatwierdzenia regulaminu zarządzania danymi	1211
2.3.6. Zmiany w regulaminie zarządzania danymi	1212
2.3.7. Regulaminy zarządzania danymi uchwalone przed wejściem w życie ustawy z dnia 9 kwietnia 2010 r. o udostępnianiu informacji gospodarczych i wymianie danych gospodarczych	1213
2.3.8. Zatwierdzenie regulaminu zarządzania danymi a podjęcie działalności gospodarczej przez biuro informacji gospodarczej	1213
2.4. Obowiązek zabezpieczenia roszczeń o naprawienie szkody, która może wyniknąć w związku z działalnością gospodarczą biura informacji gospodarczej	1215
3. Przedmiot działalności biura informacji gospodarczej	1217
3.1. Względny monopol biur informacji gospodarczej	1217
3.2. Główny przedmiot działalności gospodarczej biura informacji gospodarczej	1220
3.3. Dodatkowy przedmiot działalności gospodarczej biura informacji gospodarczej	1224
3.4. Enumeratywny charakter przedmiotu działalności gospodarczej biura informacji gospodarczej	1227
3.5. Zakaz outsourcingu	1231
4. Akcje i obrót akcjami	1234
5. Stosunki majątkowe	1238
6. Zasady działania organów	1239
7. Nadzór nad działalnością biura informacji gospodarczej	1245
7.1. Organy nadzoru i zakres nadzoru	1245
7.2. Nadzór ministra właściwego do spraw gospodarki	1249

7.3. Nadzór Generalnego Inspektora Ochrony Danych Osobowych . . .	1261
8. Inne cechy wyróżniające	1263
8.1. Obowiązki informacyjne biura informacji gospodarczej	1263
8.2. Obowiązek prowadzenia rejestru zapytań	1267
9. Rozwiązanie biura informacji gospodarczej	1270
Bibliografia	1275

ROZDZIAŁ VIII. SPÓŁKI AKCYJNE ZARZĄDZAJĄCE PORTAMI MORSKIMI

O PODSTAWOWYM ZNACZENIU DLA GOSPODARKI NARODOWEJ (Mariusz Stanik) . . . 1277

1. Historyczne podstawy wyodrębnienia spółek akcyjnych zarządzających portami morskimi o podstawowym znaczeniu dla gospodarki narodowej	1277
2. Utworzenie spółki portowej – cechy wyróżniające	1279
3. Przedmiot działalności spółek portowych	1285
4. Akcje i obrót akcjami	1296
5. Stosunki majątkowe	1303
5.1. Kapitał zakładowy spółek portowych	1303
5.2. Źródła przychodów spółek portowych	1304
5.3. Przeznaczenie przychodów spółek portowych	1312
5.4. Ograniczenia dokonywania niektórych czynności prawnych przez spółki portowe	1314
5.5. Szczególne prawa spółek portowych dotyczące nieruchomości położonych w granicach portów morskich o podstawowym znaczeniu dla gospodarki narodowej	1322
5.6. Zwolnienie spółek portowych od podatku dochodowego od osób prawnych – wzmianka	1327
5.7. Zwolnienie spółek portowych od podatku od nieruchomości – wzmianka	1327
6. Zasady działania organów	1328
7. Nadzór nad działalnością spółek portowych	1340
8. Inne cechy wyróżniające	1342
8.1. Firmy spółek portowych	1342
8.2. Siedziby spółek portowych	1343
8.3. Obowiązki spółek portowych na gruncie przepisów ustawy z dnia 27 kwietnia 2001 r. – Prawo ochrony środowiska – wzmianka	1344
8.4. Obowiązki spółek portowych na gruncie przepisów ustawy z dnia 12 września 2002 r. o portowych urządzeniach do odbioru odpadów oraz pozostałości ładunkowych ze statków – wzmianka	1347
8.5. Obowiązki Zarządu Morskich Portów Szczecin i Świnoujście S.A. na gruncie przepisów ustawy z dnia 24 kwietnia 2009 r. o inwestycjach w zakresie terminalu regazyfikacyjnego skroplonego gazu ziemnego w Świnoujściu – wzmianka	1351

8.6. Obowiązki spółek portowych na gruncie przepisów ustawy z dnia 21 marca 1999 r. o obszarach morskich Rzeczypospolitej Polskiej i administracji morskiej – wzmianka	1352
8.7. Obowiązki spółek portowych na gruncie przepisów ustawy z dnia 29 stycznia 2004 r. – Prawo zamówień publicznych – wzmianka	1353
9. Rozwiązanie spółki	1354
Bibliografia	1356

ROZDZIAŁ IX. SPÓŁKI AKCYJNE PROWADZĄCE DZIAŁALNOŚĆ

W ZAKRESIE NIEKTÓRYCH GIER HAZARDOWYCH (Mariusz Stanik)

1. Historyczne podstawy wyodrębnienia spółek akcyjnych prowadzących działalność w zakresie niektórych gier hazardowych . . .	1358
2. Utworzenie spółki akcyjnej prowadzącej działalność w zakresie niektórych gier hazardowych – cechy wyróżniające	1361
3. Przedmiot działalności spółek akcyjnych prowadzących działalność w zakresie niektórych gier hazardowych	1365
4. Akcje i obrót akcjami	1380
5. Stosunki majątkowe	1393
6. Zasady działania organów	1396
7. Nadzór nad działalnością spółek akcyjnych prowadzących działalność w zakresie niektórych gier hazardowych	1401
8. Inne cechy wyróżniające	1408
8.1. Obowiązek prowadzenia rejestracji gości	1408
8.2. Obowiązek zainstalowania w kasynie gry audiowizyjnego systemu kontroli gier	1409
8.3. Obowiązek wyposażenia ośrodka gier w niezależne od sieci ogólnodostępnej zapasowe źródła energii elektrycznej oraz instalacje przeciwzakłóceńowe, zapewniające ciągły i niezakłócony przebieg gier	1411
8.4. Obowiązki w odniesieniu do urządzeń przetwarzających i archiwizujących dane dotyczące gier hazardowych urządzanych przez sieć Internet	1411
8.5. Obowiązki dotyczące przeprowadzania transakcji wynikających z gier hazardowych urządzanych przez sieć Internet.	1413
8.6. Obowiązki dotyczące zabezpieczenia losów oraz innych dowodów udziału w grze hazardowej	1414
8.7. Obowiązek prowadzenia ewidencji wypłaconych (wydanych) wygranych oraz obowiązek zachowania tajemnicy co do wysokości wygranej albo przegranej w grze hazardowej. . . .	1415
8.8. Obowiązki co do zapewnienia utrzymania porządku i ładu na terenie ośrodka gier i punktu przyjmowania zakładów wzajemnych	1417
8.9. Obowiązki dotyczące automatów i urządzeń do gier.	1419

8.10. Obowiązek złożenia zabezpieczenia finansowego w celu zapewnienia ochrony interesu finansowego uczestników gier hazardowych oraz zabezpieczenia zobowiązań podatkowych w podatku od gier	1419
9. Rozwiązanie spółki	1422
Bibliografia	1424
O AUTORACH	1425

Wykaz skrótów

AKTY PRAWNE

- | | |
|--------------------------|--|
| dyrektywa
2003/6/WE | – dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych (Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003, s. 16 z późn. zm.) |
| dyrektywa
2003/71/WE | – 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 dopuszczaniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64 z późn. zm.) |
| dyrektywa
2007/36/WE | – 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 14.07.2007, s. 17 z późn. zm.) |
| dyrektywa
2009/138/WE | – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II) (Dz. Urz. UE L 335 z 17.12.2009, s. 1 z późn. zm.) |
| dyrektywa
2013/36/UE | – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 338 z późn. zm.) |

dyrektywa 2014/57/UE	– dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 179)
k.c.	– ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 459)
k.h.	– rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. – Kodeks Handlowy (Dz. U. Nr 57, poz. 502 z późn. zm.)
k.k.	– ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks karny (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1137 z późn. zm.)
k.k.s.	– ustawa z dnia 10 września 1999 r. – Kodeks karny skarbowy (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 2137 z późn. zm.)
Konstytucja PRL	– Konstytucja Polskiej Rzeczypospolitej Ludowej z dnia 22 lipca 1952 r. (Dz. U. Nr 33, poz. 232 z późn. zm.)
Konstytucja RP	– Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz. U. Nr 78, poz. 483 z późn. zm.)
k.p.	– ustawa z dnia 26 czerwca 1974 r. – Kodeks pracy (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1666 z późn. zm.)
k.p.a.	– ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 23 z późn. zm.)
k.p.c.	– ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1822 z późn. zm.)
k.p.k.	– ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks postępowania karnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1749 z późn. zm.)
k.s.h.	– ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1578 z późn. zm.)
k.w.	– ustawa z dnia 20 maja 1971 r. – Kodeks wykroczeń (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 1094 z późn. zm.)
o.p.	– ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Ordynacja podatkowa (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 201 z późn. zm.)
p.o.s.	– ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 r. – Prawo ochrony środowiska (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 519 z późn. zm.)
p.p.o.p.f.p.	– 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 z późn. zm.)
p.p.o.p.w.	– ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 z późn. zm.)
p.p.s.a.	– ustawa z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 718 z późn. zm.)

pr. bank.	– ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1988 z późn. zm.)
pr. bank. z 1928 r.	– rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 17 marca 1928 r. o prawie bankowym (Dz. U. Nr 34, poz. 321 z późn. zm.)
pr. bank. z 1989 r.	– ustawa z dnia 31 stycznia 1989 r. – Prawo bankowe (tekst jedn.: Dz. U. z 1992 r. Nr 72, poz. 359 z późn. zm.)
pr. energ.	– ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 r. – Prawo energetyczne (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 220 z późn. zm.)
pr. restruk.	– ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1574 z późn. zm.)
pr. upadł.	– ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 2171 z późn. zm.)
p.w.u.z.z.m.p.	– ustawa z dnia 16 grudnia 2016 r. – Przepisy wprowadzające ustawę o zasadach zarządzania mieniem państwowym (Dz. U. poz. 2260)
p.z.p.	– ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. – Prawo zamówień publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 2164 z późn. zm.)
r.o.i.f.e.	– rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 23 stycznia 2014 r. w sprawie obowiązków informacyjnych funduszy emerytalnych (Dz. U. poz. 142 z późn. zm.)
r.o.s.b.i.	– rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 1 września 2009 r. w sprawie okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego (Dz. U. Nr 156, poz. 1235)
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 12.06.2014, s. 1 z późn. zm.)
rozporządzenie nr 1093/2010	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylecia decyzji Komisji 2009/78/WE (Dz. Urz. UE L 331 z 15.12.2010, s. 12 z późn. zm.)

rozporządzenie nr 809/2004	– 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 30.04.2004, s. 1)
TFUE	– Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE C 202 z 7.06.2016, s. 47)
TUE	– Traktat o Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana: Dz. Urz. UE C 202 z 7.06.2016, s. 13)
TWE	– Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (Dz. U. z 2004 r. Nr 90, poz. 864/2)
u.b.r.s.	– ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1000 z późn. zm.)
u.d.a.r.	– ustawa z dnia 4 września 1997 r. o działach administracji rządowej (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 888 z późn. zm.)
u.d.l.	– ustawa z dnia 15 kwietnia 2011 r. o działalności leczniczej (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1638 z późn. zm.)
u.d.s.s.p.	– ustawa z dnia 12 stycznia 2007 r. o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 1502 z późn. zm.)
u.d.u.	– ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 1206 z późn. zm.)
u.d.u.r.	– ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. U. poz. 1844 z późn. zm.)
u.f.g.w.k.	– ustawa z dnia 7 września 2007 r. o funkcjonowaniu górnictwa węgla kamiennego (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 704 z późn. zm.)
u.f.i.	– ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1896 z późn. zm.)
u.f.i. z 1997 r.	– ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2002 r. Nr 49, poz. 448 z późn. zm.)
u.f.p.	– ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1870 z późn. zm.)
u.g.h.	– ustawa z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 471 z późn. zm.)
u.g.n.	– ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 2147 z późn. zm.)

u.g.n.r.SP	– ustawa z dnia 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1491 z późn. zm.)
u.g.t.	– ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 719 z późn. zm.)
u.g.u.e.	– ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 826)
u.i.z.t.	– ustawa z dnia 24 kwietnia 2009 r. o inwestycjach w zakresie terminalu regazyfikacyjnego skroplonego gazu ziemnego w Świnoujściu (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1731 z późn. zm.)
u.k.k.	– ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1528 z późn. zm.)
u.k.n.i.	– ustawa z dnia 24 lipca 2015 r. o kontroli niektórych inwestycji (Dz. U. z 2016 r. poz. 980 z późn. zm.)
u.k.n.u.p.	– ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 981 z późn. zm.)
u.k.p.p.PP	– ustawa z dnia 5 września 2008 r. o komercjalizacji państwowego przedsiębiorstwa użyteczności publicznej „Poczta Polska” (Dz. U. Nr 180, poz. 1109 z późn. zm.)
u.k.r.PKP	– ustawa z dnia 8 września 2000 r. o komercjalizacji i restrukturyzacji przedsiębiorstwa państwowego „Polskie Koleje Państwowe” (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 680 z późn. zm.)
u.k.u.r.	– ustawa z dnia 11 kwietnia 2003 r. o kształtowaniu ustroju rolnego (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 2052 z późn. zm.)
u.k.w.h.	– ustawa z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 790 z późn. zm.)
u.n.f.p.b.	– ustawa z dnia 26 października 1995 r. o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 79)
u.n.r.f.	– ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 196 z późn. zm.)
u.n.r.k.	– ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1289 z późn. zm.)
u.n.u.e.	– ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 477)
u.o.d.o.	– ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o ochronie danych osobowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 922)
u.o.f.f.e.	– ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 870 z późn. zm.)

u.o.i.f.	– ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1636 z późn. zm.)
u.o.i.n.	– ustawa z dnia 5 sierpnia 2010 r. o ochronie informacji niejawnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1167 z późn. zm.)
u.o.k.k.	– ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 229)
u.o.m.	– ustawa z dnia 21 marca 1991 r. o obszarach morskich Rzeczypospolitej Polskiej i administracji morskiej (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 2145 z późn. 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 (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1639 z późn. zm.)
u.o.p.d.g.	– ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o ograniczeniu prowadzenia działalności gospodarczej przez osoby pełniące funkcje publiczne (tekst jedn.: Dz. U. z 2006 r. Nr 216, poz. 1584 z późn. zm.)
u.p.d.o.p.	– ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1888 z późn. zm.)
u.p.o.l.	– ustawa z dnia 12 stycznia 1991 r. o podatkach i opłatach lokalnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 716 z późn. zm.)
u.p.p.	– ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2013 r. poz. 1384 z późn. zm.)
u.p.p.e.	– ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1449)
u.p.p.m.	– ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o portach i przystaniach morskich (tekst jedn.: Dz. U. z 2010 r. Nr 33, poz. 179 z późn. zm.)
u.p.p.p.	– ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. Nr 51, poz. 298 z późn. zm.)
u.p.p-p.	– ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 696 z późn. zm.)
u.p.u.o.o.	– ustawa z dnia 12 września 2002 r. o portowych urządzeniach do odbioru odpadów oraz pozostałości ładunkowych ze statków (Dz. U. Nr 166, poz. 1361 z późn. zm.)
u. rach.	– ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1047 z późn. zm.)

u.r.f.p.b.	– ustawa z dnia 3 lutego 1993 r. o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie niektórych ustaw (Dz. U. Nr 18, poz. 82 z późn. zm.)
u.r.t.	– ustawa z dnia 29 grudnia 1992 r. o radiofonii i telewizji (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 639 z późn. zm.)
u.s.d.g.	– ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1829 z późn. zm.)
u.s.s.e.	– ustawa z dnia 20 października 1994 r. o specjalnych strefach ekonomicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 282 z późn. zm.)
ustawa kominowa	– ustawa z dnia 3 marca 2000 r. o wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 2099 z późn. zm.)
ustawa o AMW	– ustawa z dnia 10 lipca 2015 r. o Agencji Mienia Wojskowego (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 614 z późn. zm.)
ustawa o BFG	– ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz. U. poz. 996 z późn. zm.)
ustawa o KRS	– ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 700 z późn. zm.)
ustawa o PAP	– ustawa z dnia 31 lipca 1997 r. o Polskiej Agencji Prasowej (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 643)
ustawa o PRS	– ustawa z dnia 26 października 2000 r. o Polskim Rejestrze Statków (Dz. U. Nr 103, poz. 1098 z późn. zm.)
u.s.u.	– ustawa z dnia 18 marca 2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego do spraw energii oraz ich wykonywaniu w niektórych spółkach kapitałowych lub grupach kapitałowych prowadzących działalność w sektorach energii elektrycznej, ropy naftowej oraz paliw gazowych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 2012)
u.s.z.p.p.	– ustawa z dnia 25 września 1981 r. o samorządzie załogi przedsiębiorstwa państwowego (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 1543)
u.s.z.w.z.	– ustawa z dnia 29 kwietnia 2016 r. o szczególnych zasadach wykonywania niektórych zadań z zakresu informatyzacji działalności organów Krajowej Administracji Skarbowej (Dz. U. poz. 781 z późn. zm.)
u.u.i.g.	– ustawa z dnia 9 kwietnia 2010 r. o udostępnianiu informacji gospodarczych i wymianie danych gospodarczych (tekst jedn.: Dz. U. z 2014 r. poz. 1015 z późn. zm.)

u.w.r.p.p.	– ustawa z dnia 7 października 1999 r. o wspieraniu restrukturyzacji przemysłowego potencjału obronnego i modernizacji technicznej Sił Zbrojnych Rzeczypospolitej Polskiej (tekst jedn.: Dz. U. z 2015 r. poz. 1876 z późn. zm.)
u.w.z.j.s.	– ustawa z dnia 1 grudnia 1995 r. o wpłatach z zysku przez jednoosobowe spółki Skarbu Państwa (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 286)
u.z.k.	– ustawa z dnia 26 kwietnia 2007 r. o zarządzaniu kryzysowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2017 r. poz. 209)
u.z.k.w.	– ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami (Dz. U. poz. 1202 z późn. zm.)
u.z.w.u.SP	– ustawa z dnia 8 sierpnia 1996 r. o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 154 z późn. zm.)
u.z.z.m.p.	– ustawa z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym (Dz. U. poz. 2259 z późn. zm.)
z.ł.k.i.n.	– uchwała nr 218/2014 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 22 lipca 2014 r. w sprawie wydania „Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych” (Dz. Urz. KNF poz. 17)

PUBLIKATORY, ZBIORY ORZECZNICTWA

Apel.-W-wa	– Apelacja. Orzecznictwo Sądu Apelacyjnego w Warszawie
Biul. SN	– Biuletyn Sądu Najwyższego
ECR	– European Court Reports
EPS	– Europejski Przegląd Sądowy
GSP	– Gdańskie Studia Prawnicze
KPP	– Kwartalnik Prawa Prywatnego
MPH	– Monitor Prawa Handlowego
M.P.Pr.	– Monitor Prawa Pracy
M. Praw.	– Monitor Prawniczy
M. Pr. Bank.	– Monitor Prawa Bankowego
NZS	– Nowe Zeszyty Samorządowe
ONSA	– Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego
ONSAiWSA	– Orzecznictwo Naczelnego Sądu Administracyjnego i wojewódzkich sądów administracyjnych
OSA	– Orzecznictwo Sądów Apelacyjnych
OSNAPiUS	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Administracyjna, Pracy i Ubezpieczeń Społecznych
OSNC	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna

OSNCP	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna, Pracy i Ubezpieczeń Społecznych
OSNC-ZD	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna. Zbiór Dodatkowy
OSNKW	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Karna i Wojskowa
OSNP	– Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Pracy, Ubezpieczeń Społecznych i Spraw Publicznych
OSP	– Orzecznictwo Sądów Polskich
OTK	– Orzecznictwo Trybunału Konstytucyjnego
PiP	– Państwo i Prawo
PiZS	– Praca i Zabezpieczenie Społeczne
PPH	– Przegląd Prawa Handlowego
PPP	– Przegląd Prawa Publicznego
Pr. Bank.	– Prawo Bankowe
Prok. i Pr.	– Prokuratura i Prawo
Pr. Spółek	– Prawo Spółek
Prz. Sejm	– Przegląd Sejmowy
PS	– Przegląd Sądowy
PUG	– Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RPEiS	– Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
SP	– Studia Prawnicze
TPP	– Transformacje Prawa Prywatnego
Zb. Orz.	– Zbiór Orzeczeń

INNE

BFG	– Bankowy Fundusz Gwarancyjny
EOG	– Europejski Obszar Gospodarczy
EUNB	– Europejski Urząd Nadzoru Bankowego
GPW	– Giełda Papierów Wartościowych
KDPW S.A.	– Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
KNF	– Komisja Nadzoru Finansowego
KRS	– Krajowy Rejestr Sądowy
NSA	– Naczelny Sąd Administracyjny
OECD	– Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
PKD	– Polska Klasyfikacja Działalności
PTE	– powszechne towarzystwo emerytalne
SA	– Sąd Apelacyjny
SN	– Sąd Najwyższy
TFI	– towarzystwo funduszy inwestycyjnych

TS/TSUE	– Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej (do 1 grudnia 2009 r. jako Trybunał Sprawiedliwości)
UKE	– Urząd Komunikacji Elektronicznej
UOKiK	– Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów
URE	– Urząd Regulacji Energetyki
UTK	– Urząd Transportu Kolejowego
WSA	– wojewódzki sąd administracyjny
WTO	– World Trade Organization (Światowa Organizacja Handlu)
ZUS	– Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Uwagi wstępne

Spółkę akcyjną spośród innych typów spółek wyróżnia m.in. to, że mogą wystąpić jej szczególne postacie odbiegające od normatywnego modelu zawartego w kodeksie spółek handlowych. Nie chodzi tu jednak o spółki atypowe czy hybrydalne, ale o takie szczególne jej typy, których kształt prawny wynika z przepisów odrębnych. Katalog takich szczególnych typów spółek jest dosyć szeroki. Dlatego też wydawało się konieczne, aby kolejny tom „Biblioteki Prawa Handlowego” poświęcić szczególnym typom spółek akcyjnych. Niezmiernie ważne okazało się przyjęcie określonego schematu rozważań w taki sposób, aby mogło dojść do porównań między klasycznymi spółkami, ale również między szczególnymi typami spółek. Cechy wyróżniające dotyczyły więc historycznych podstaw wyodrębnienia, utworzenia spółki, przedmiotu działalności, akcji i obrotu akcjami, stosunków majątkowych, zasad działania organów, nadzoru nad działalnością, rozwiązania spółki i wskazania innych cech wyróżniających dany typ spółki. Ze względu na duże różnicowanie między spółkami Autorzy dostali trochę „luzu” w ich prezentowaniu.

Taki sposób opracowania tekstu dotyczy wszystkich rozdziałów, z wyjątkiem rozdziału I, omawiającego spółki publiczne. Ten rozdział, mimo różnorodności organizacyjno-ustrojowej spółek publicznych, wymagał omówienia elementów charakterystycznych dla wszystkich spółek publicznych. Spółki takie to również te z udziałem Skarbu Państwa (większościowym i mniejszościowym), omawiane w rozdziale II, ale także i te, które z własnością państwową nie mają nic wspólnego.

W kolejnych rozdziałach wyjaśniono specyfikę zdecydowanej większości szczególnych typów spółek, co nie oznacza, że ich katalog nie będzie się zmieniał.

Niniejszy tom przygotowali pracownicy Katedry Prawa Gospodarczego Prywatnego z Uniwersytetu im. Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie. Jest to pierwsze tego typu opracowanie na temat szczególnych typów spółek.

Publikacja jest pracą zbiorową, a nie wspólną, stąd każdy z Autorów odpowiada za swoje poglądy.

Lublin–Warszawa, 10 czerwca 2017 r.

Prof. zw. dr hab. Andrzej Kidyba

1. HISTORYCZNE PODSTAWY WYODRĘBNIEŃ SPÓŁEK PUBLICZNYCH

1.1. Spółka publiczna a spółka specjalistyczna

Spółka publiczna jako normatywna kategoria zbiorcza, obejmująca różnego rodzaju spółki akcyjne, występuje jedynie w prawie polskim i jest konstrukcją właściwą tylko prawu polskiemu. Geneza tej konstrukcji prawnej sięga pierwszych regulacji odnoszących się do rynku kapitałowego, tj. do ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹, która jako pierwszy akt normatywny unormowała spółkę publiczną, poddając ją szczegółowej regulacji. Od tego czasu kategoria spółki publicznej pozostaje obecna w systemie prawa polskiego, mimo wielu zmian zachodzących nie tylko w sferze prawa krajowego, ale również w prawie Unii Europejskiej. Ustawodawca polski, przyjmując konstrukcję spółki publicznej jako rozwiązanie autorskie, zdaje się pozostawać jej wierny, mimo że uwarunkowania, które przemawiały niegdyś za wyróżnieniem tak specyficznej kategorii spółek, obecnie zeszły na plan dalszy czy wręcz uległy tak diametralnej zmianie, że utrzymywanie w mocy tego rozwiązania pozostaje wątpliwe, w doktrynie prawa zaś podnoszone są w odniesieniu do tego zdecydowane głosy krytyczne². Niemniej pojęcie spółki publicznej nadal funkcjonuje w prawie polskim, wyznaczając granice szczególnego reżimu, jakim objęto różnorodne spółki akcyjne, dla których wspólnym mianownikiem – a zarazem przesłanką przesadzającą o specyfice regulacyjnej – jest dematerializacji ich akcji.

Zgodnie z art. 4 pkt 20 u.o.p. za spółkę publiczną obecnie uważa się spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 u.o.i.f. W doktrynie prawa handlowego podkreśla się, że o przymiocie spółki publicznej rozstrzyga objęcie akcji danej spółki tzw. dematerializacją systemową³, czyli przeprowadzaną w ramach systemu depozytu papierów wartościowych, o jakim mowa w art. 3 pkt 21 u.o.i.f.,

¹ Dz. U. Nr 35, poz. 155 z późn. zm.

² Por. przede wszystkim M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki publicznej*, PPH 2008, nr 1, s. 4 i n.

³ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 73.

tj. prowadzonego przez Krajowy Depozyt lub spółkę, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., systemu rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych, obejmującego rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze i konta depozytowe prowadzone przez podmioty upoważnione do tego przepisami ustaw. Tak obecnie definiuje ustawodawca spółkę publiczną, wiążąc ją ściśle ze zjawiskiem pozbawienia akcji jej materialnego wymiaru, przez co dochodzi do wyłączenia jej z kontekstu prawnorzecznego. Jeśli bowiem ogólnie przyjmiemy, że papier wartościowy w ujęciu tradycyjnym stanowi rzecz *sui generis*⁴, to tenże papier poddany dematerializacji występuje w obrocie prawnym w postaci zbywalnego prawa majątkowego⁵, bez materialnego substratu, wobec czego nie znajduje do niego zastosowania reżim właściwy rzeczom, jaki odpowiednio – z uwzględnieniem norm szczególnych – stosowany jest do tradycyjnych papierów wartościowych. Tymczasem u zarania swojej genezy spółka publiczna była identyfikowana nie tyle poprzez zjawisko dematerializacji, ile raczej z pozycji normatywnego pojęcia publicznego obrotu jako narzędzie mające, w założeniu ustawodawcy, zapewnić koncentrację obrotu na rynku giełdowym, a tym samym przyczynić się do umocnienia tworzonego od podstaw na początku lat 90. XX w. rynku regulowanego. Dlatego idei konstrukcji spółki publicznej szukać trzeba nie w regulacjach odnoszących się do jednolitego rynku usług finansowych Unii Europejskiej, co wiąże się z drugim etapem tworzenia europejskiego rynku wewnętrznego, przypadającego na lata 1982–1993, gdy ulegała sprecyzowaniu koncepcja rynku jednolitego, przez wdrażanie czterech podstawowych swobód – przepływu osób, przepływu towarów, przepływu usług, przepływu kapitału – której przejawem były pierwsze dyrektywy odnoszące się do rynku papierów wartościowych, jak nieobowiązujące już: dyrektywa Rady 80/390/EWG z dnia 17 marca 1980 r. koordynująca wymagania dotyczące sporządzania, kontroli i rozpowszechniania szczegółowych danych notowań publikowanych w celu dopuszczenia papierów wartościowych do publicznych notowań giełdowych⁶ oraz dyrektywa Rady 89/298/EWG z dnia 17 kwietnia 1989 r. w sprawie koordynacji wymagań dotyczących sporządzania, szczegółowej kontroli i rozpowszechniania prospektów emisyjnych publikowanych w związku z publiczną ofertą sprzedaży zbywalnych papierów wartościowych⁷ czy wreszcie dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych⁸, lecz w polskich unormowaniach, wprowadzających co prawda model rozwiązań obowiązujących na obszarze EWG, ale z wyraźnym akcentem własnym.

Spółka publiczna jest zatem tworem, który zaistniał w procesie budowy zrębów polskiego rynku kapitałowego i utrzymał się na nim, mimo fundamen-

⁴ Tak zwłaszcza Z. Radwański, *Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 1993, s. 102.

⁵ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 42.

⁶ Dz. Urz. UE L 100 z 17.04.1980, s. 1.

⁷ Dz. Urz. UE L 124 z 5.05.1989, s. 8.

⁸ Dz. Urz. UE L 141 z 11.06.1993, s. 27 z późn. zm.

talnych zmian, jakie ten rynek przeszedł w sferze regulacyjnej w następstwie implementacji rozwiązań nakierowanych na integrację krajowych rynków finansowych, czego wyrazem była ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi⁹, ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹⁰ oraz ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹¹.

Jeżeli zatem – antycypując późniejsze rozważania – już na wstępie zauważymy, że spółka publiczna stanowi kategorię niejednorodną, wewnętrznie zróżnicowaną¹², to o doniosłości tej kategorii dla gospodarki świadczyć będzie kilka istotnych wskaźników i danych. W 2016 r. liczba krajowych spółek publicznych notowanych na rynku podstawowym GPW wynosiła 335, na rynku równoległym zaś – 95, co łącznie dawało 430 spółek o kapitalizacji przekraczającej 524 915 mln zł¹³. Tymczasem na 1991 r. przypadało tylko 9 spółek o kapitalizacji 161 mln zł, a magiczna granica 100 spółek publicznych została przekroczona dopiero w 1997 r., przy czym następna, tj. druga setka, została osiągnięta została w ciągu niespełna dwóch lat, czyli w 1999 r. Z punktu widzenia organizacji rynku dla spółek publicznych przeznaczony jest rynek giełdowy, tj. regulowany rynek podstawowy – dla spółek o wartości rynkowej ponad 15 000 000 euro oraz rynek równoległy – dla spółek mniejszych o niższej płynności. Natomiast w systemie alternatywnego obrotu funkcjonuje platforma transakcyjna, tj. NewConnect, której operatorem jest GPW, działająca na mocy upoważnienia przewidzianego w art. 22 ust. 2 u.o.i.f., przeznaczona dla spółek nowo powstających, dynamicznie rozwijających się, niemniej niespełniających standardów wymaganych na rynkach regulowanych. W 2016 r. w tym systemie notowanych było 406 spółek o łącznej kapitalizacji ponad 8771 mln zł¹⁴. W systemie tym przedmiotem obrotu mogą być wyłącznie akcje spółek publicznych, co wynika wprost z § 1 pkt 2 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu, przyjętego uchwałą Zarządu GPW z dnia 1 marca 2007 r. Co prawda na podstawie art. 5 ust. 3 pkt 2 u.o.i.f. papiery wartościowe – w tym także akcje – wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu mogą nie podlegać dematerializacji, jeżeli postanowi tak ich emitent, jednakże z racji regulaminu obrotu obowiązującego na NewConnect owa ustawowa fakultatywność w zakresie dematerializacji nie ma zastosowania do spółek zamierzających wprowadzić swoje akcje do obrotu na platformę prowadzoną przez NewConnect, co z góry narzuca im wymóg uzyskania przymiotu spółki publicznej.

⁹ Tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1636 z późn. zm.

¹⁰ Tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1639 z późn. zm.

¹¹ Tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1289 z późn. zm.

¹² Por. przede wszystkim M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 75.

¹³ Stan na sierpień 2016 r., www.gpw.pl/analizy_i_statystyki.

¹⁴ http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку (dostęp: 10.11.2016).

Dla opisanego natury regulacji prawnej tworzącej trzon reżimu właściwego spółkom publicznym trzeba w pierwszej kolejności spojrzeć na kategorię spółek publicznych jako na spółki specjalistyczne, czyli spółki, które w ocenie doktryny prawa handlowego tworzone są i funkcjonują na podstawie przepisów ustaw szczególnych¹⁵.

Jak już wspomniano wyżej, w doktrynie prawa handlowego wyróżnia się odrębną i zróżnicowaną wewnętrzną kategorię postaci spółek akcyjnych¹⁶, dla której podstawowym kryterium wyodrębnienia jest charakter regulacji prawnej, tj. reżim prawny, jaki znajduje zastosowanie do określonych rodzajów spółek, jak np. spółki bankowe, tudzież spółki prowadzące giełdy papierów wartościowych, czy też spółek zindywidualizowanych, jak np. KDPW S.A. Powyższa kategoria, określana mianem spółek specjalistycznych, pozostaje w opozycji do akcyjnej spółki modelowej, konstrukcja prawna bowiem spółek specjalistycznych odbiega w różnym stopniu od konstrukcji modelowej spółki akcyjnej, którą konstruuje przepisy działu II tytułu III kodeksu spółek handlowych. Istota spółki specjalistycznej zakłada modyfikację wzorca kodeksowego, dokonywaną z pozycji różnych przesłanek, uzasadnionych specyfiką poszczególnych grup spółek specjalistycznych. O wyodrębnieniu kategorii spółek specjalistycznych przesądza albo wymogi obrotu gospodarczego, albo rodzaj dobra prawnego poddawanego szczególnej ochronie w drodze zastosowania względem niego odmiennego reżimu prawnego, zmodyfikowanego w stosunku do modelu kodeksowego.

Już w tym momencie trzeba zauważyć, że grupa spółek specjalistycznych jest wewnętrźnie zróżnicowana, gdyż obejmuje ona zarówno rodzaje spółek, czego przykładem są spółki bankowe lub TFI, jak i spółki zindywidualizowane, opisane przez ustawodawcę od strony podmiotowej, przy uwzględnieniu ich firmy, jak KDPW S.A. Niemniej zasadniczą linię podziału mającego charakter dychotomiczny stanowi rozróżnienie na spółki specjalistyczne inne niż publiczne oraz spółki publiczne¹⁷. U podstaw takiego podziału leży moment objęcia spółki specjalistycznej szczególnym reżimem prawnym, a co za tym idzie różne motywy kwalifikacji prawnej. W przypadku spółek specjalistycznych innych niż publiczne poddanie ich regulacjom przewidzianym w ustawach odrębnych wynika ze specyfiki charakteru prowadzonej przez nie działalności gospodarczej. Tym samym podstawą zakwalifikowania określonej grupy spółek akcyjnych bądź danej spółki jako spółek specjalistycznych jest taki rodzaj prowadzonej działalności, który – z uwagi na ryzyko naruszenia dobra wymuszającego ochronę – prowadzi do konieczności ingerencji ustawodawcy w konstrukcję ustrojową oraz zasady funkcjonowania spółki akcyjnej. Z powyższych względów spółki specjalistyczne inne niż publiczne podlegają odrębnemu reżimowi prawnemu

¹⁵ Por. M. Michalski (w:) A. Kidyba (red.), *Meritum. Prawo spółek*, Warszawa 2016, s. 1447 i n.

¹⁶ Por. także A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2005, s. 540.

¹⁷ Por. M. Michalski, *Spółka akcyjna* (w:) A. Kidyba (red.), *Biblioteka Prawa Handlowego*, s. 97.

już od momentu ich zawiązania. Natomiast w stosunku do spółek publicznych przyczyną poddania ich szczególnemu reżimowi prawnemu jest wyjątkowy charakter relacji z uczestnikami obrotu gospodarczego. Powstaje ona w sytuacji poszukiwania przez spółkę akcyjną tzw. efektywnego kapitału inwestycyjnego, co odbywa się w sposób publiczny, tj. zgodnie z art. 3 ust. 1 u.o.p. w drodze oferty publicznej skierowanej do co najmniej 150 osób albo do nieoznaczonego adresata¹⁸. Z tego też względu należy przyjąć, że momentem objęcia spółek publicznych szczególnym reżimem prawnym jest zawsze moment zainicjowania tej relacji, tj. złożenie publicznej propozycji pozyskania środków pieniężnych w zamian za tytuły uczestnictwa w takiej spółce, czyli w zamian za jej akcje. Przesłanką objęcia spółki publicznej szczególnym reżimem prawnym, który ma wymiar modyfikujący w obszarze konstrukcji ustrojowej, jak również w obszarze obowiązków nakładanych na spółkę publiczną i członków jej organów, a także w obszarze obowiązków nakładanych na akcjonariuszy spółki publicznej, jest potrzeba uwzględnienia interesu inwestorów, który traktowany jest jako priorytetowe dobro w porównaniu z dobrem spółki czy nawet z dobrem akcjonariuszy spółki.

Na kanwie powyższych uwag można pokusić się o próbę dychotomicznego – acz nie rozłącznego – podziału spółek specjalistycznych na spółki specjalistyczne *sensu largo*, do którego to zbioru można zaliczyć wszystkie spółki specjalistyczne, w tym także spółki publiczne, oraz wyodrębnienie podzbioru spółek specjalistycznych *sensu stricto*, obejmującego wyłącznie spółki specjalistyczne bez przymiotu spółek publicznych. Wzajemne relacje między tymi dwoma zbiorami spółek specjalistycznych w sposób dobitny ujawnia się w momencie rozpatrywania, jakiemu rodzajowi nadzoru dana spółka specjalistyczna podlega.

Podział spółek specjalistycznych na spółki publiczne oraz na spółki specjalistyczne inne niż publiczne nie nosi wszakże cech podziału rozłącznego, gdyż w obrocie prawnym mogą wystąpić spółki publiczne należące do grupy specjalistycznych z uwagi na szczególny rodzaj prowadzonej działalności gospodarczej. Trzeba jednak zauważyć, że w takim przypadku uzyskanie kwalifikacji spółki publicznej następuje już po nabyciu przez nią kwalifikacji spółki specjalistycznej. Spółki specjalistyczne inne niż publiczne podlegają szczególnym reżimom prawnym, których mocy poddawane są ze względu na specyfikę wykonywanej działalności, a zatem już od momentu ich powstania¹⁹. Można więc stwierdzić, że dla tych spółek akcyjnych kwalifikacja jako spółek specjalistycznych ma charakter pierwotny, podczas gdy spółki publiczne kwalifika-

¹⁸ *Ibidem*, s. 98.

¹⁹ Por. np. wyrok SN z dnia 18 stycznia 2002 r., I CKN 847/99 (OSNC 2002, nr 11, poz. 141), stwierdzający, że przepisy prawa bankowego dotyczące banków w formie spółek akcyjnych są przepisami szczególnymi w stosunku do odpowiednich przepisów kodeksu spółek handlowych, które znajdują zastosowanie w kwestiach w prawie bankowym nieuregulowanych bądź zawierających regulację niewystarczającą.

cię spółki specjalistycznej uzyskują następnie, już po rozpoczęciu przez nie własnej działalności²⁰. Powyższą tezę dobitnie ilustruje sytuacja statusu spółki prowadzącej działalność bankową, ponieważ najpierw uzyska ona status spółki specjalistycznej, gdyż nastąpi to z momentem jej powstania, a dopiero później, z chwilą dematerializacji swoich akcji w związku z ofertą publiczną, stanie się jednocześnie spółką publiczną. Nie będzie to jednak oznaczało zmiany reżimu prawnego rządzącego jej działalnością, ponieważ obok przepisów ustawy – Prawo bankowe²¹, stosowanych w zakresie prowadzonej działalności bankowej, dla spółki bankowej znajdzie zastosowanie równocześnie reżim właściwy dla spółek publicznych. Na tym przykładzie widać, że w przypadku spółek specjalistycznych, będących równocześnie spółkami publicznymi, mamy do czynienia z kumulacją reżimów szczególnych, które względem siebie są reżimami autonomicznymi, ale nie kolizyjnymi.

Katalog spółek specjalistycznych innych niż publiczne ustalany jest w oparciu o przepis art. 75 u.s.d.g., który konkretyzuje przypadki tzw. gospodarczej działalności regulowanej, wymagającej uzyskania zezwolenia, a zatem takiej, która zgodnie z art. 64 ust. 1 *in fine* u.s.d.g. może być wykonywana jedynie wówczas, gdy przedsiębiorca spełni warunki określone w przepisach ustaw odrębnych i uzyska odpowiednie zezwolenia organu władzy państwowej. Mamy tu więc do czynienia z wyłączeniem zasady ogólnej, w myśl której dla podjęcia działalności regulowanej niezbędne jest spełnienie wymagań materialnoprawnych, co *ex lege* prowadzi do nabycia publicznego prawa podmiotowego²². Regulując zasady swobody prowadzenia działalności gospodarczej, ustawodawca polski stanął na stanowisku, w myśl którego w ramach działalności regulowanej, która co do zasady wymaga tylko wpisu do rejestru działalności regulowanej, występują takie sfery aktywności gospodarczej, które należy poddać szczególnej formie reglamentacji administracyjnej²³. Przejawia się ona w postaci zezwoleń, będących aktami administracyjnymi, na mocy których dochodzi do dopuszczania przedsiębiorcy do wykonywania określonej działalności gospodarczej po uprzednim stwierdzeniu, że przedsiębiorca spełnia wymagane prawem warunki wykonywania takiej działalności²⁴. W konsekwencji zezwolenie udzielane w obrębie enumeratywnie zakreślonego w art. 75 u.s.d.g. kręgu dziedzin, czy raczej sfer działalności gospodarczej, nie nadaje przedsiębiorcy nowych praw, ale jedynie konkretyzuje je pod względem podmiotowym.

Ustawy szczególne statuują niekiedy taki wzorzec regulacyjny, w którym do prowadzenia określonych rodzajów przemysłu lub do uruchomienia zakładu

²⁰ Por. także M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 6 oraz *idem*, *Spółka...*, s. 99.

²¹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1988 z późn. zm.).

²² K. Kohutek, *Zasady podejmowania działalności regulowanej*, PPH 2005, nr 6, s. 37.

²³ Por. także M. Michalski, *Spółka...*, s. 100 i n.

²⁴ Por. C. Kosikowski, *Prawo działalności gospodarczej*, Warszawa 2001, s. 90; także M. Michalski, *Spółka...*, s. 101.

wymaganie jest spełnienie zastrzonych wymogów formalnych, co opisuje się konstrukcją zakazu z zastrzeżeniem zezwolenia²⁵. Powyższa konstrukcja operuje dwoma elementami. Pierwszym z nich jest ogólny zakaz ustawowy prowadzenia pewnego rodzaju działalności gospodarczej, drugim zaś wyposażenie organów administracyjnych w kompetencję do uchylenia tego zakazu. Uchylenie tego zakazu następuje w odniesieniu do indywidualnych podmiotów i w drodze aktu indywidualnego²⁶. Wprowadzenie przedmiotowego zakazu nie oznacza, że dana sfera aktywności gospodarczej oceniania jest negatywnie bądź jako stanowiąca szczególne zagrożenie, ale wręcz przeciwnie, chodzi tutaj o działalność społecznie użyteczną, która musi pozostawać pod ścisłym nadzorem ze strony władzy administracyjnej z uwagi na potencjalne zagrożenie, przy jej wykonywaniu, życia, zdrowia ludzi, ich mienia bądź porządku publicznego albo ze względu na inne szczególne dobra, którym ustawodawca przyznaje priorytet przed wolnością gospodarczą. W literaturze przedmiotu podnosi się przy tym, że wspomniany zakaz nie ma charakteru bezwzględny, po stwierdzeniu bowiem, w oparciu o kryteria ustawowe, że brak przeciwwskazań, organ jest zobowiązany do udzielenia zezwolenia²⁷. Zakaz wykonywania regulowanej działalności ma zatem jedynie charakter prewencyjny, jego uchylenie zaś oznacza objęcie takiej działalności również reglamentacją administracyjną. Wypada podkreślić, że w każdym przypadku działalności regulowanej i jednocześnie reglamentowanej wymagania o charakterze materialnoprawnym stawiane przez prawo formułowane są z uwagi na wartości i interesy szersze niż interesy podmiotów zamierzających prowadzić taką działalność. Co więcej, udzielenie przedmiotowego zezwolenia może się wiązać także z wyrażeniem zgody na utworzenie jednostki organizacyjnej, w ramach której taka działalność regulowana może być prowadzona i która z tej racji musi spełniać szczególne wymogi, podlegające uprzedniej weryfikacji. Konieczność taka wynika z faktu, że ustawodawca dla niektórych rodzajów działalności regulowanej zastrzegł określoną formę organizacyjno-prawną, uznając że stanowi ona najbardziej optymalny mechanizm realizacji takiej aktywności. W konsekwencji w wielu przypadkach sfery działalności regulowanej, wymagającej dodatkowego zezwolenia administracyjnego, pokrywają się z przypadkami ustawowego zastrzeżenia formy spółki akcyjnej, jako wyłącznie dopuszczalnej bądź alternatywnej do innej formy organizacyjno-prawnej, dla wykonywania danego rodzaju działalności gospodarczej²⁸.

Niekiedy, zwłaszcza w sytuacjach, gdy działalność regulowana odgrywa istotną rolę dla gospodarki narodowej, ustawodawca ingeruje jeszcze głębiej w dopuszczalność jej prowadzenia, gdyż wprowadza rygorystyczny reżim tworzenia spółki specjalistycznej, oparty na konieczności uzyskania zezwolenia na utworzenie takiej spółki a nie tylko na prowadzenie przez nią kwalifikowanej

²⁵ Por. S. Biernat, A. Wasilewski, *Wolność gospodarcza w Europie*, Kraków 2000, s. 102.

²⁶ *Ibidem*, s. 103.

²⁷ Por. C. Kosikowski, *Prawo działalności...*, s. 92.

²⁸ Por. M. Michalski, *Spółka...*, s. 101 i n.

działalności gospodarczej, co występuje np. przy spółkach bankowych oraz spółkach prowadzących rynki regulowane instrumentów finansowych.

Spółkami kwalifikowanymi jako specjalistyczne z uwagi na rodzaj prowadzonej działalności, czyli spółkami specjalistycznymi *sensu stricto* są: 1) spółki bankowe, w tym banki hipoteczne, 2) zakłady ubezpieczeń działające w formie spółek akcyjnych, 3) towarzystwa emerytalne, 4) TFI, 5) spółki prowadzące rynek regulowany w rozumieniu art. 14 u.o.i.f., 6) domy maklerskie, w tym również towarowe, działające w formie spółek akcyjnych, 7) spółki prowadzące giełdy towarowe, 8) KDPW S.A. Warto w tym miejscu zauważyć, że wymienione spółki akcyjne stanowią podstawowe mechanizmy prawne tworzenia oraz funkcjonowania zintegrowanego rynku finansowego, co wynika z faktu, że w oczach ustawodawcy zostały uznane za jedyną dopuszczalną formułę prawną dla prowadzenia działalności w ramach instytucji finansowych, ponieważ należą do typu spółki handlowej, który cechuje duża możliwość pozyskiwania kapitału, co z kolei zwiększa ochronę interesów wierzycieli²⁹. W tym kontekście można mówić o zastrzeżeniu formy spółki akcyjnej, co następuje dla: 1) spółek prowadzących rynki regulowane, tj. giełdę papierów wartościowych (art. 21 ust. 1 u.o.i.f.), giełdę towarową (art. 5 ust. 1 u.g.t.); 2) spółek zarządzających funduszami inwestycyjnymi – tj. dla TFI (art. 38 ust. 1 u.f.i.) oraz funduszami emerytalnymi – tj. dla towarzystw emerytalnych (art. 27 ust. 1 u.f.e.); 3) KDPW S.A. (art. 46 ust. 1 u.o.i.f.) czy też 4) spółek prowadzących banki hipoteczne (art. 9 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych³⁰), jak również o przyznaniu spółce akcyjnej charakteru formy alternatywnej, z czym mamy do czynienia w przypadku spółek prowadzących banki uniwersalne (art. 12 pr. bank.), spółek prowadzących domy maklerskie (art. 95 ust. 1 u.o.i.f.), towarowych domów maklerskich (art. 2 pkt 8 u.g.t.) czy wreszcie zakładów ubezpieczeń (art. 6 u.d.u.r.). Warto w tym miejscu zauważyć, że naruszenie przepisów zastrzegających dla prowadzenia danego rodzaju działalności gospodarczej wymóg formy spółki akcyjnej jest równoznaczne z brakiem prawnej możliwości powstania takiego przedsiębiorcy, a ponadto zagrożone jest z reguły sankcją karną, jak np. w przypadku prowadzenia działalności bankowej (art. 171 pr. bank.)³¹.

Wobec spółek specjalistycznych, zarówno publicznych, jak i tych, które kwalifikowane są w ten sposób ze względu na specyfikę działalności gospodarczej, obowiązuje poza elementarnym modelem nadzoru, sprawowanym przez sąd rejestrowy, również model nadzoru specjalistycznego, wykonywany przez właściwy organ nadzoru państwowego, sprawowany ze strony właściwych organów nadzorczych, jakimi jest KNF, której kompetencje odnoszą się do: spółek prowadzących rynki regulowane, domów maklerskich, zakładów ubezpieczeń,

²⁹ Por. *ibidem*, s. 102.

³⁰ Tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1771.

³¹ *Ibidem*, s. 102 i n.

TFI, KDPW S.A., a także spółek publicznych (art. 5 u.n.r.k.), towarzystw emerytalnych (art. 52 oraz 62 u.o.f.f.e.) oraz zakładów ubezpieczeń (art. 7 ust. 1 u.d.u.r.) czy wreszcie do spółek bankowych (por. art. 30 i n. oraz art. 131 i n. pr. bank.). Tak rozumiany nadzór państwowy łączy w sobie cechy nadzoru formalnego, sprawowanego z punktu widzenia zgodności działania z wymogami przepisów prawa oraz nadzoru ostrożnościowego, opartego o normy ostrożnościowe stosowane do rozmiarów prowadzonej działalności i ma za zadanie monitorowanie działalności spółki specjalistycznej z punktu widzenia ochrony dobra, które legło u podłoża objęcia jej szczególnym reżimem prawnym. Poddanie spółek specjalistycznych nadzorowi państwowemu wynika z potrzeby zapewnienia przestrzegania standardów określających warunki specyfiki działalności prowadzonej przez te spółki.

Obydwa typy nadzoru sprawowane są w różnych obszarach aktywności spółki specjalistycznej, chociaż realizowane są przez ten sam organ nadzoru, jakim jest KNF. Spółki publiczne mogą podlegać nadzorowi *stricte* formalnemu, czyli wykonywanemu z perspektywy przestrzegania wymogów formalnych, jakie przepisy prawa wiążą z określoną sferą działalności gospodarczej, w tych obszarach, gdzie specyfika jej prowadzenia wymusza konieczność spełnienia dodatkowych warunków. Celem nadzoru jest tutaj stałe monitorowanie ich przestrzegania. Natomiast nadzór ostrożnościowy oparty jest na analizie ryzyka właściwego poszczególnym obszarom działalności gospodarczej, oddziałującego bezpośrednio na mienie i jego stan osób korzystających z usług sektora finansowego. Z tego względu nadzór ostrożnościowy obejmuje spółki specjalistyczne będące instytucjami finansowymi jak: banki, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji, powszechne towarzystwa emerytalne, firmy inwestycyjne oraz TFI. Nadzór ostrożnościowy zasadza się na normach ostrożnościowych regulujących działalność instytucji finansowych i mających przeciwdziałać podejmowaniu decyzji obciążonych nadmiernym ryzykiem, a w konsekwencji stabilizujących sektor finansowy i minimalizujących ryzyko upadłości w jego obszarze. Opiera się on na złożonym instrumentarium, w skład którego wchodzi norma wymuszająca profesjonalizację kadry zarządzającej, a także – czy raczej przede wszystkim – normy określające wymagania kapitałowe, jak i narzucające współczynniki wypłacalności, tj. adekwatności kapitałowej, limity zaangażowania inwestycyjnego, jak i limity koncentracji kredytów. Do nadzoru ostrożnościowego wchodzi nadto zagadnienia kontroli przepływu kapitałów. Nadzór ten jest dużo bardziej skomplikowany i rozbudowany od nadzoru formalnego. Co więcej, znaczenie nadzoru ostrożnościowego w skali makro (tzw. nadzór makroostrożnościowy) jest nie do przecenienia z punktu widzenia stabilności finansowej, gdyż stanowi on element sieci bezpieczeństwa finansowego³² i w tym wymiarze służy identyfikacji i zapobieganiu ryzyka systemowego. W tym sensie nadzór ostrożnościowy

³² Por. A. Dobrzańska, *Polityka makroostrożnościowa – zagadnienia instytucjonalne. Teoria i doświadczenia w Unii Europejskiej*, Warszawa 2014, s. 12.

stanowi instrumentarium polityki makroostrożnościowej, przyczyniając się do stabilności systemu finansowego jako całości, a tym samym zapobiegając zjawiskom kryzysowym³³.

O ile z punktu widzenia nadzoru formalnego dla spółek publicznych jako spółek specjalistycznych zasadniczego znaczenia nabierają obecnie – wobec zmiany stanu prawnego od 3 lipca 2016 r. – takie akty, jak: 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/WE³⁴, dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku)³⁵, wraz z licznymi aktami wykonawczymi do rozporządzenia MAR, jak m.in. dyrektywa wykonawcza Komisji (UE) 2015/2392 z dnia 17 grudnia 2015 r. w sprawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do zgłaszania właściwym organom rzeczywistych lub potencjalnych naruszeń tego rozporządzenia³⁶ czy też rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia³⁷, o tyle dla nadzoru ostrożnościowego kluczowe są: rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012³⁸ oraz dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE³⁹, które od 2014 r. zastąpiły dyrektywę 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kre-

³³ *Ibidem*, s. 8.

³⁴ Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1 z późn. zm. (*Market Abuse Regulation*, MAR); obowiązujące od 3 lipca 2016 r.

³⁵ Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 179.

³⁶ Dz. Urz. UE L 332 z 18.12. 2015, s. 126.

³⁷ Dz. Urz. UE L 88 z 5.04.2016, s. 1.

³⁸ Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 1 z późn. zm. (*Capital Requirements Regulation*, CRR).

³⁹ Dz. Urz. UE L 176 z 27.06.2013, s. 338 z późn. zm. (*Capital Requirements Directive IV*, CRD IV).

dytowe⁴⁰ oraz dyrektywę 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych⁴¹.

Obie grupy aktów mają zapewnić większą przejrzystość całego systemu finansowego, jak również wzmocnić jego bezpieczeństwo i są kolejnym etapem jego wzmacniania w oparciu o doświadczenia kryzysu finansowego z 2008 r.

Z uwagi na to, że niektóre spółki specjalistyczne *sensu stricto* mogą uzyskać przymiot spółki publicznej, będą one podlegać zarówno nadzorowi formalnemu, jak również – z racji specyfiki prowadzonej działalności – nadzorowi ostrożnościowemu, przy czym obydwa nadzory prowadzone są niezależnie od siebie, mimo że podlegają temu samemu organowi państwowemu. Kumulacja nadzorów będzie oznaczać dla spółki publicznej spiętrzenie obowiązków, którym musi podołać, co nie jest łatwe zważywszy na wielość i poziom skomplikowania przepisów wprowadzających powyższe obowiązki, a także w znacznej mierze ich techniczny wymiar. Z tego względu w spółkach publicznych, zwłaszcza w instytucjach działających w obrębie sektora finansowego, tworzone są działy *compliance*, czyli wyspecjalizowane i wyodrębnione struktury kontrolujące zgodność postępowania, w tym także funkcjonowania procedur, stosownie do przepisów prawa oraz innych – dobrowolnie przyjętych przez spółki – norm postępowania, jak chociażby kodeksy dobrych praktyk. Działy *compliance* wyewoluowały z audytu i kontrolingu, skupiając się przede wszystkim nad monitorowaniem ryzyk prawnych (np. przeciwdziałanie praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu, ochrona danych osobowych, ochrona informacji poufnych) i zapewnieniu przejrzystości funkcjonowania spółek publicznych.

1.2. Pojęcie spółki publicznej a rozwój regulacji prawnych w zakresie rynku kapitałowego

1.2.1. Zarys procesu regulowania rynku kapitałowego

Początków unormowań prawnych w odniesieniu do problematyki obrotu papierami wartościowymi, czy szerzej instytucjonalnych uwarunkowań rynku kapitałowego, można się doszukiwać już w początkach XIX w., gdyż jednym z pierwszych aktów prawnych regulujących problematykę funkcjonowania giełd na terenach Polski była ustawa z 1817 r. obowiązująca na obszarze Królestwa Polskiego⁴². Stanowiła ona podstawę powołania do życia giełdy pieniężnej w Warszawie, chociaż genezy instytucji rynku kapitałowego należy doszukiwać się już w XVII w. w organizacjach kupieckich oraz w przywilejach książąt mazowie-

⁴⁰ Dz. Urz. UE L 177 z 30.06.2006, s. 1 z późn. zm.

⁴¹ Dz. Urz. UE L 177 z 30.06.2006, s. 201 z późn. zm.

⁴² Por. zwłaszcza M. Michalski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 902 i n. oraz *idem* (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXIX i n.

ckich i królów polskich, przyznanych kupcom warszawskim, a potwierdzonych w 1658 r. przez króla Jana Kazimierza. Drugą giełdę powołaną na obszarach wchodzących w skład ziem I Rzeczypospolitej była utworzona na mocy ustawy z 1819 r. giełda pieniężna w Krakowie⁴³. Niemniej do szczególnie intensywnego rozwoju regulacji prawnych odnoszących się do rynku kapitałowego doszło w II poł. XIX w., kiedy nastąpił znaczny wzrost gospodarczy, będący efektem rozwijającej się prężnie rewolucji przemysłowej i coraz dynamiczniejszego rozwoju przemysłu i handlu.

Od momentu odzyskania przez Rzeczpospolitą niepodległości przystąpiono niezwłocznie do prac nad stworzeniem instytucjonalnych ram dla rynku papierów wartościowych, w ramach których pierwszym aktem prawnym normującym problematykę tworzenia, organizacji oraz działania giełd była ustawa z dnia 2 stycznia 1921 r. o organizacji giełd⁴⁴, zastąpiona następnie rozporządzeniem Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd⁴⁵. Rozporządzenie to przewidywało powoływanie giełd pieniężnych oraz towarowych, z których pierwsze podlegały nadzorowi sprawowanemu przez Ministra Skarbu, podczas gdy drugie nadzorował Minister Przemysłu i Handlu. Obowiązujące w okresie międzywojennym prawo giełdowe przyznawało giełdom osobowość prawną, której warunkiem było zatwierdzenie jej statutu przez właściwą władzę zwierzchnią, zakreślając jednocześnie znaczny margines swobody w jej zarządzaniu przez samorząd, którego emanacją było ogólne zgromadzenie członków giełdy i rada giełdy⁴⁶. Ówczesne prawo giełdowe, wzorem ustawodawstw XIX-wiecznych, skupiało się na organizacji instytucji giełdy, wprowadzając m.in., wykształcony w XIX w., tzw. przymus maklerski, który sprowadzał się do tego, że prawo wstępu na giełdę, prawo zawierania na niej transakcji, jak również prawo uczestniczenia w zgromadzeniu członków przysługiwało wyłącznie osobom fizycznym lub prawnym, którym przyznano status członka danej giełdy⁴⁷. Jednocześnie wiele zagadnień nieobjętych regulacją rozporządzenia o organizacji giełd, takich jak m.in. obowiązki maklerów, charakter prawny transakcji giełdowych czy też opodatkowanie transakcji giełdowych, unormowano w aktach szczególnych, do których należały m.in. rozporządzenie Ministra Skarbu w porozumieniu z Ministrem Przemysłu i Handlu z dnia 26 listopada 1928 r. o powoływaniu i zwalnianiu oraz prawach i obowiązkach maklerów przysięgłych na giełdach pieniężnych⁴⁸ czy ustawa z dnia 1 lipca 1926 r. o opłatach stemplowych⁴⁹. Warto zauważyć, że spośród siedmiu giełd pieniężnych działających w II Rzeczypospo-

⁴³ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXIX i n.

⁴⁴ Dz. U. Nr 13, poz. 71.

⁴⁵ Tekst jedn.: z 1930 r. Dz. U. Nr 23, poz. 209 z późn. zm. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXIX i n.

⁴⁶ *Ibidem*, s. XXX.

⁴⁷ Por. także M. Michalski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 905.

⁴⁸ Dz. U. z 1929 r. Nr 3, poz. 30.

⁴⁹ Dz. U. Nr 98, poz. 570 z późn. zm.

litej aż 90% obrotów przypadało na Warszawską Giełdę Pieniężną, co czyniło ją centrum ówczesnego krajowego rynku finansowego, pozostawiając giełdom w Krakowie, we Lwowie, w Poznaniu, Łodzi, Katowicach i Wilnie jedynie marginalne, wręcz prowincjonalne znaczenie⁵⁰. Niemniej w okresie międzywojennym w żaden szczególny sposób ustawodawca nie podszedł do kwestii emitentów papierów wartościowych, normując ich pozycję prawną w aktach odnoszących się do określonego typu normatywnego papieru wartościowego, co w przypadku spółek akcyjnych oznaczało skupienie się na przepisach początkowo rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 22 marca 1928 r. – Prawo o spółkach akcyjnych⁵¹, zastąpionego następnie przepisami rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. – Kodeks Handlowy⁵². Powyższe przepisy jednolicie traktowały wszystkie spółki akcyjne, nie dokonując pośród nich żadnych różnicowań.

Po 1945 r. w zakresie regulacji prawnych odnoszących się do rynku papierów wartościowych wyróżnia się dwie tendencje⁵³. Pierwsza obrazuje próbę uregulowania stosunków prawnych zakłóconych na skutek wojny. Przykładem takich działań legislacyjnych są: dekret z dnia 10 grudnia 1946 r. o umarzaniu utraconych dokumentów⁵⁴ oraz dekret z dnia 10 grudnia 1946 r. o rejestracji i umarzaniu listów hipotecznych, listów długów gruntowych i rentowych, wydanych przed 1 września 1939 r.⁵⁵ Druga tendencja natomiast znajduje swoje odbicie w aktach prawnych zmierzających do likwidacji instytucji właściwych gospodarce rynkowej, jak dekret z dnia 21 września 1950 r. o Państwowej Inspekcji Handlowej⁵⁶, mocą którego uchylono rozporządzenie o organizacji giełd z 1924 r.⁵⁷ Swoistym zakończeniem procesu eliminacji z systemu prawnego instytucji gospodarki kapitalistycznej, a zatem nieodpowiadających wymaganiom systemu centralnego planowania właściwego gospodarce socjalistycznej PRL, było nominalne uchilenie mocy obowiązującej przepisów kodeksu handlowego, co nastąpiło na podstawie art. VI § 1 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Przepisy wprowadzające kodeks cywilny⁵⁸. Jednocześnie z uwagi na potrzebę pozostawiania w obrocie międzynarodowym władze PRL musiały utrzymać w mocy podstawę prawną dla funkcjonowania takich form organizacyjno-prawnych, który były rozpoznawalne przez kontrahentów zagranicznych z Europy Zachodniej, tudzież szerzej rozumianej gospodarki wolnorynkowej. Dlatego też, mimo formalnego uchylenia przepisów kodeksu handlowego, w tym samym art. VI

⁵⁰ Por. R. Jastrzębski, *Funkcje weksla w II Rzeczypospolitej*, Warszawa 2003, s. 140 oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXX.

⁵¹ Dz. U. Nr 39, poz. 383 z późn. zm.

⁵² Dz. U. Nr 57, poz. 502 z późn. zm.

⁵³ Por. zwłaszcza M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXX.

⁵⁴ Dz. U. z 1947 r. Nr 5, poz. 20.

⁵⁵ Dz. U. z 1947 r. Nr 5, poz. 19.

⁵⁶ Dz. U. Nr 44, poz. 396 z późn. zm.

⁵⁷ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXXI.

⁵⁸ Dz. U. Nr 16, poz. 94 z późn. zm.

przepisów wprowadzających kodeks cywilny utrzymano w mocy jego przepisy w odniesieniu do niektórych typów normatywnych spółek handlowych, w tym do spółki akcyjnej. Jednakże znaczenie spółki akcyjnej dla ówczesnej gospodarki było wręcz marginalne, co prowadziło nieuchronnie do deprecjacji znaczenia regulacji zawartych w utrzymanych w mocy przepisach kodeksu handlowego⁵⁹.

Reaktywowanie instytucji rynku kapitałowego rozpoczęło się jeszcze w okresie schyłkowego PRL, gdyż na połowę lat 80. XX w. przypada pierwsza próba przywrócenia instrumentarium niezbędnego do uruchomienia rynku kapitałowego. Rada Ministrów uchwaliła w dniu 22 listopada 1985 r. rozporządzenie w sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe⁶⁰, które następnie zastąpiono ustawą z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach⁶¹, regulującą w sposób kompleksowy zagadnienia emisji, zbywania, nabywania oraz wykupu obligacji. W tym samym mniej więcej okresie, tj. u schyłku lat 80. XX w. nastąpił powrót do instytucji spółki handlowej jako optymalnego wehikułu prowadzenia działalności gospodarczej, co wiązało się z podejmowanymi próbami poszerzenia swobody działalności gospodarczej. Na przełomie lat 80. i 90. XX w. nastąpił zatem renesans spółki akcyjnej, której tworzenie, jak i funkcjonowanie nadal regulowały utrzymane w mocy przez art. VI przepisów wprowadzających kodeks cywilny, przepisy działu XII księgi I kodeksu handlowego.

Okres transformacji ustrojowo-gospodarczej z przełomu lat 80. i 90. XX w. rozpoczął nie tylko fundamentalne zmiany w strukturze gospodarki narodowej, ale również zapoczątkował przechodzenie z modelu realnego socjalizmu do modelu społecznej gospodarki rynkowej, w której istotną rolę odrywa regulowany i nadzorowany rynek kapitałowy. Dlatego już na początku lat 90. XX w. podjęto prace nad regulacjami wprowadzającymi instytucjonalne uwarunkowania dla stworzenia zorganizowanego rynku papierów wartościowych, z którego z czasem wyewoluował zintegrowany rynek finansowy, z jakim mamy do czynienia obecnie.

Pierwszym aktem, który zapoczątkował zmiany w strukturze gospodarki, tworząc jednocześnie pierwsze zręby regulacji z obszaru rynku kapitałowego była ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych⁶², zastąpiona następnie ustawą z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych⁶³. Kolejnym aktem z tego zakresu była ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji⁶⁴. Jednakże podstawowe znaczenie dla organizacji in-

⁵⁹ Por. wnikliwe studium tego okresu w pracy magisterskiej M. Mil, *Przejście z systemu gospodarki centralnie planowanej do wolnorynkowej – przeorientowanie paradygmatów na przykładzie wybranych zmian w polskim prawie gospodarczym i handlowym od przełomu lat 80. i 90. XX w.*, Warszawa 2016.

⁶⁰ Dz. U. Nr 55, poz. 280 z późn. zm.

⁶¹ Dz. U. Nr 34, poz. 254.

⁶² Dz. U. Nr 51, poz. 298 z późn. zm.

⁶³ Dz. U. Nr 118, poz. 561 z późn. zm.

⁶⁴ Dz. U. Nr 44, poz. 202 z późn. zm.

stytucji rozwijającego się rynku kapitałowego miała ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Jej fundamentalne znaczenie wyrażało się w tym, że wprowadzała ona ogólne pojęcia publicznego obrotu papierami wartościowymi, pierwszej oferty publicznej, obrotu pierwotnego oraz wtórnego, a ponadto zawierała regulacje w zakresie całej infrastruktury instytucjonalnej publicznego obrotu, jaką stanowiły przedsiębiorstwa maklerskie, giełdy papierów wartościowych, w tym, utworzona na mocy art. 68 powołanej ustawy, GPW w Warszawie S.A., oraz KDPW⁶⁵, którego zadania, do czasu jego wyodrębnienia ze struktur Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na mocy ustawy z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw⁶⁶, określało rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 8 kwietnia 1992 r. w sprawie zasad działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych⁶⁷.

Jak podnosi się w doktrynie prawa, ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r. miała charakter regulacji kompleksowej w stosunku do rynku kapitałowego, gdyż obejmowała normy o charakterze cywilnoprawnym, administracyjnoprawnym oraz normy karne, wyznaczając granice nadzoru nad publicznym obrotem papierami wartościowymi i powołując centralny organ administracji państwowej w postaci Komisji Papierów Wartościowych⁶⁸. W obszarze zasad obrotu wprowadzała ona fundamentalną dla polskiego rynku kapitałowego zasadę dematerializacji obrotu, która następnie legła u podstaw konstrukcji zasady dematerializacji papierów wartościowych wyrażonej w ustawie z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁶⁹. Ponadto na gruncie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r. pojawiła się druga, obok giełdy papierów wartościowych, forma regulowanego wtórnego obrotu nimi, a mianowicie tzw. pozagiełdowy regulowany wtórny publiczny obrót papierami wartościowymi, którego zasady funkcjonowania i organizacji normowało rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 czerwca 1995 r. w sprawie form regulowanego pozagiełdowego wtórnego publicznego obrotu papierami wartościowymi⁷⁰. Kolejnym rozwiązaniem, które wprowadzono do ram instytucjonalnych polskiego rynku kapitałowego, była zasada przymusu

⁶⁵ Por. także M. Michalski (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 649 i n.

⁶⁶ Dz. U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17.

⁶⁷ Dz. U. Nr 34, poz. 149.

⁶⁸ Tak przede wszystkim M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXXI i n.

⁶⁹ Dz. U. Nr 118, poz. 754 z późn. zm. Por. M. Michalski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 909; *idem* (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 660 i n.

⁷⁰ Dz. U. Nr 81, poz. 407.

rynku regulowanego, jaką po ustawie z dnia 22 marca 1991 r. przejęła także ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r.

Kolejnym momentem przełomowym dla zinstytucjonalizowanego rynku kapitałowego w Polsce było uchwalenie wspomnianej ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz gruntowana jej nowelizacja, dokonywana dwukrotnie w związku z przystąpieniem Rzeczypospolitej Polskiej do Unii Europejskiej, w postaci 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, 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 Europejskiej⁷¹ oraz tzw. noweli europejskiej, tj. ustawy z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw⁷².

Zmiany, jakie w tym czasie przechodził jednolity rynek finansowy, stanowiący jeden z segmentów jednolitego rynku wewnętrznego Unii Europejskiej, miały ogromny wpływ także na rynek kapitałowy w Polsce, w tym na regulujące go przepisy prawa. Jak podkreśla się w doktrynie prawa, mimo że rynek kapitałowy stanowił ten obszar wspólnotowego rynku wewnętrznego, do którego harmonizacji przystąpiono najpóźniej, bo dopiero w połowie lat 80. XX w.⁷³, to właśnie w jego granicach rozpoczęto proces unifikacji prawa, tak aby zapewnić obowiązywanie jednolitych standardów w funkcjonowaniu rynków finansowych wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej⁷⁴, dzięki czemu osiągnięty ma zostać stan pełnej integracji rynku. W efekcie tego procesu podjęto prace nad zmianami prawa, co zaowocowało uchyceniem ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r. i zastąpienie jej trzema aktami normatywnymi: ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Równocześnie nastąpiła jakościowa zmiana w podejściu do instrumentarium prawnego wykorzystywanego do ujednolicenia zasad obowiązujących w obrocie na rynkach finansowych. Szczególne miejsce przyznano obecnie aktom wykonawczym, pośród których należy wymienić: rozporządzenie Komisji (WE) nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonujące dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego

⁷¹ Dz. U. Nr 122, poz. 1315 z późn. zm.

⁷² Dz. U. Nr 64, poz. 594. Por. także M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXXII.

⁷³ *Ibidem*, s. XXXIX.

⁷⁴ Por. L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 891 i n. oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XXXIX.

i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych⁷⁵; dyrektywę Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującą dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku⁷⁶; dyrektywę Komisji 2003/125/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującą dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie uczciwego przedstawiania rekomendacji inwestycyjnych oraz ujawniania konfliktów interesów⁷⁷ czy wreszcie dyrektywę Komisji 2004/72/WE z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonującą dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie dopuszczalnych praktyk rynkowych, definicji informacji wewnętrznej w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, sporządzania list osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, powiadamiania o transakcjach związanych z zarządem oraz powiadamiania o podejrzanych transakcjach⁷⁸ oraz 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 reklam⁷⁹.

Do prawa polskiego zaimplementowano także istotne z punktu widzenia jednolitego rynku finansowego rozwiązania, będące efektem zmian regulacyjnych, jakie przyniosły procesy umiędzynaradawiania rynków finansowych, a których termin transpozycji do prawa krajowego przypadał na 2005 r., przewidziane w: dyrektywie 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)⁸⁰; dyrektywie Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku; dyrektywie Komisji 2003/125/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującą dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie uczciwego przedstawiania rekomendacji inwestycyjnych oraz ujawniania konfliktu interesów; dyrektywie 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczaniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE⁸¹ oraz dyrektywę 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia⁸² i dyrektywie 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia

⁷⁵ Dz. Urz. UE L 336 z 23.12.2003, s. 33.

⁷⁶ Dz. Urz. UE L 339 z 24.12.2003, s. 70.

⁷⁷ Dz. Urz. UE L 339 z 24.12.2003, s. 73 ze sprost.

⁷⁸ Dz. Urz. UE L 162 z 30.04.2004, s. 70.

⁷⁹ Dz. Urz. UE L 149 z 30.04.2004, s. 1.

⁸⁰ Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003, s. 16 z późn. zm. (*Market Abuse Directive*, MAD).

⁸¹ Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64 z późn. zm. (dyrektywa prospektowa).

⁸² Dz. Urz. UE L 142 z 30.04.2004, s. 12 z późn. zm.

2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG⁸³. Nadto szczególnie miejsce przyznano przepisom rozporządzenia Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonującego 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, do którego odwołuje się art. 4 pkt 25 u.o.p.

Regulacje znajdujące zastosowanie wprost do spółek publicznych podlegają ciągłej ewolucji w zakresie instrumentarium wzmacniającego efektywność oraz przejrzystość wewnętrznego rynku usług finansowych. Celem kolejnych zmian jest spowodowanie wzrostu zaufania społecznego jako warunku wzrostu gospodarczego i przeciwdziałania nadużyciom dokonywanym na rynku finansowym, co ma utrwalić jego integralność w ramach jednolitego rynku wewnętrznego, przyczyniając się do wzrostu konkurencyjności gospodarki europejskiej. Kierując się tymi priorytetami, ale jednocześnie uwzględniając dynamikę zmian rynkowych i technologicznych, z dniem 3 lipca 2016 r. uchylono dyrektywę 2003/6/WE, zastępując ją przepisami rozporządzenia MAR oraz uzupełniając go i zapewniając jego pełne wdrożenie dyrektywy 2014/57/UE.

1.2.2. Ewolucja pojęcia spółki publicznej i jego zakotwiczenie w polskim systemie prawnym

Punktem wyjścia warto uczynić w tym miejscu kilka uwag natury prawno-porównawczej. Brytyjska *Companies Act* z 1985 r. przewidywał występowanie dwóch kategorii spółek, a mianowicie *public company*, tj. w potocznym tłumaczeniu spółki publicznej oraz *limited company*, czyli spółki prywatnej (por. sekcję 118), przy czym do tych pierwszych odnosił się wymóg zebrania wyższego kapitału w wysokości minimum 50 000 funtów, co odbywało się w drodze pozyskiwania szerokiego akcjonariatu, także poprzez oferty publiczne. Spółki takie należało odróżnić od *publicly owned company*, jako że stanowiły one kategorię spółek z obszaru sektora publicznego. Istotne zmiany zaszły w brytyjskim prawie spółek od 2006 r., gdyż implementowano wówczas wiele z dyrektyw unijnych, jak m.in. dyrektywę 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia czy dyrektywę 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym⁸⁴. W sekcji 4 część 1 *Companies Act* poświęconej typom spółek, gdzie wyróżniano dwa podstawowe typy, tj. spółkę publiczną oraz prywatną (*public and private*

⁸³ Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1 z późn. zm. (*Investment Securities Directive 2*, ISD 2).

⁸⁴ Dz. Urz. UE L 184 z 14.07.2007, s. 17 z późn. zm.

company), zdefiniowano pojęcie spółki publicznej oraz prywatnej, w ten sposób, że przez spółkę prywatną rozumiano każdą spółkę, która nie jest spółką publiczną, podczas gdy przez spółkę publiczną – także spółkę akcyjną (*company limited by shares*), mającą kapitał zakładowy oraz utworzoną (zarejestrowaną) jako spółka publiczna. W spółce publicznej odpowiedzialność jej uczestników ograniczona jest wartością wniesionych wkładów na poczet nabywanych akcji. Szczegółowa regulacja odnosząca się do tych dwóch kategorii spółek została pomieszczona w części 20 *Companies Act*, obejmującej sekcje 755–767 (por. sekcję 4 podsekcja 4 *Companies Act*). W literaturze przedmiotu podnosi się, że zasadnicza różnica między spółką publiczną a prywatną wyraża się regulacji przewidzianej w sekcji 755 podsekcja 1a, a mianowicie w tym, że spółka prywatna nie może przeprowadzać publicznej oferty jej papierów wartościowych (*securities*), tj. akcji oraz papierów wierzycielskich⁸⁵. Ponadto przydział papierów wartościowych przez spółkę dokonywany jest w związku z przeznaczeniem ich do przeprowadzenia oferty publicznej.

Spółka publiczna według prawa brytyjskiego została poddana podwyższonemu standardowi ujawniania informacji w zakresie audytu rocznego (por. sekcję 475 w zw. z sekcją 478 *Companies Act*), jak również uprawnień jej uczestników w zakresie dostępu do informacji o spółce (por. sekcję 476 *Companies Act*). Jednakże – na co trzeba zwrócić szczególną uwagę – status brytyjskiej *public company* nie został powiązany z dopuszczeniem jej akcji do obrotu na rynku regulowanym. Jednocześnie ustawodawstwo brytyjskie rozpoznawało – wówczas, gdy takie rozróżnienie było konieczne chociażby z punktu widzenia implementacji tych dyrektyw prawa Unii Europejskiej, które odwołują się jedynie do spółek, których akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym, jak np. dyrektywa 2007/36/WE – węższą kategorię spółek, a mianowicie tzw. spółki z obrotu na rynku regulowanym (*traded company*), jakie definiuje poprzez odwołanie do rynku regulowanego sekcja 360C *Companies Act*, wprowadzony na mocy *The Companies (Shareholder's Rights) Regulations* z 2 lipca 2009 r. Co więcej, *Companies Act* posługiwał się także (w części 15) pojęciem „spółka notowana” (*quoted company*), przez którą rozumiano w sekcji 385 podsekcja 2 spółkę, 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 listę oficjalną zgodnie z postanowieniami *Financial Services and Markets Act* z 2000 r., a zatem jest to kategoria znacznie szersza niż *traded company*. Oznacza to, że zawężenie pojęciowe do spółek, których akcje pozostają w obrocie na rynku regulowanym, występuje tylko w wybranych sytuacjach, podczas gdy w innych prawo brytyjskie posługuje się pojęciami szerszymi, tj. pojęciem spółek notowanych, obejmującym nie tylko notowania na rynkach regulowanych, ale także w obrocie pozaregulowanym, oraz pojęciem spółki publicznej.

⁸⁵ Por. P. Davies, J. Rickford, *An Introduction to the UK Companies Act*, *European Company and Financial Law Review* 2008, vol. 5, issue 1, s. 54.

Podnosi się także, że w związku z implementacją postanowień dyrektywy 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 zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE⁸⁶, mimo że odwołuje się ona wprost jedynie do spółek (emitentów), których akcje (papiery wartościowe) zostały doпущzone do obrotu na rynku regulowanym, w regulacjach brytyjskich rozciągnięto obowiązki dotyczące ujawniania informacji poza spółki z rynku regulowanego, obejmując nimi również spółki z alternatywnych systemów obrotu⁸⁷.

Podobne pojęcie spółki publicznej jako *public corporation* występuje również w doktrynie prawa amerykańskiego i odnoszone jest do spółek, których akcje są oferowane w sposób publiczny, chociaż nie jest ono związane z obrotem akcjami takiej spółki na giełdzie papierów wartościowych, tudzież na rynku pozagiełdowym (*Over-The-Counter*, OTC)⁸⁸.

Tymczasem z perspektyw prawa francuskiego spółka publiczna jako kategoria normatywna nigdy nie występowała. Niemniej w wielu miejscach regulacje prawne odnosiły się do emitentów (spółek) papierów wartościowych dopuszczanych zarówno do obrotu na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu. Takie rozwiązanie w zakresie stosowania postanowień odnoszących się do ochrony inwestorów przed operacjami wykorzystania informacji poufnej, tudzież manipulacji w związku z ofertą publiczną, przewiduje art. L 412-1-II *Code de monétaire*, wprowadzony w życie na mocy nowelizacji z dnia 22 stycznia 2009 r. Nakazuje on stosowanie reżimu ochronnego (por. np. art. L 466-1 *Code de monétaire*) zarówno w przypadku papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym („...sont admis aux négociation sur marché réglementé”) jak również tych, które znajdują się w alternatywnym systemie obrotu („sur un système multiraltéral de négociation”). Podobnie art. L 621-7 *Code de monétaire* stanowi, że reguły określone przez nadzór nad rynkiem w zakresie przeciwdziałania wykorzystywaniu informacji poufnych oraz zabezpieczające przed manipulacjami na rynku, stosowane są wobec emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, jak również wobec emitentów, których papiery pozostają w alternatywnym systemie obrotu.

Także w prawie Unii Europejskiej nigdy historycznie nie występowało ani aktualnie nie występuje pojęcie spółki publicznej. Nie posługuje się nim m.in. ani 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

⁸⁶ Dz. Urz. UE L 390 z 31.12.2004, s. 38 z późn. zm.

⁸⁷ Por. P. Davies, J. Rickford, *An Introduction to the UK Companies Act*, part II, *European Company and Financial Law Review* 2008, vol. 5, issue 3, s. 278.

⁸⁸ Por. R.A. Prentice, *Law of business organizations and securities regulation*, New Jersey 1994, s. 437.

dyrektywę 2001/34/WE, ani 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, jak również dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia. Wspomniane przepisy posługują się natomiast pojęciami „spółek, których wszystkie lub niektóre papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym” bądź „spółek będących przedmiotem oferty”, względnie „emitenta i papierów wartościowych objętych publiczną ofertą lub papierów wartościowych, które mają być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym”.

Tymczasem ustawodawca polski zdecydował się na innowację, w nawiązaniu bowiem do konstrukcji „publicznego obrotu papierami wartościowymi” jako kluczowego pojęcia wyznaczającego granice reżimu statuowanego przepisami ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, mocą nowelizacji dokonanej ustawą z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw dodano art. 52d, stanowiący, że „Spółka, której akcje chociaż jednej emisji zostały dopuszczone i są w publicznym obrocie, zwana dalej »spółką publiczną«, obowiązana jest wprowadzać do publicznego obrotu każdą kolejną emisję, pod rygorem uchylenia zgody Komisji na dopuszczenie jej akcji do publicznego obrotu”. W ten sposób wprowadzono do systemu prawa polskiego kategorię normatywną, jaką jest spółka publiczna. W literaturze zauważono, że celem przedmiotowego przepisu było zapobieżenie sytuacji, w których jedne emisje danej spółki pozostawałyby w ramach publicznego obrotu, podczas gdy inne byłyby poza nim⁸⁹. Przywołany *in extenso* przepis art. 52d p.p.o.p.f.p. miał na celu nie tylko zdefiniowanie pojęcia spółki publicznej, ale także ustanowienie obowiązku wprowadzania do publicznego obrotu każdej kolejnej emisji akcji, o ile którakolwiek z poprzednich emisji została dopuszczona do publicznego obrotu.

Takie podejście do pojęcia spółki publicznej utrzymał ustawodawca polski w zmienionym stanie prawnym, a mianowicie na gruncie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r., gdzie w art. 4 pkt 9 zdefiniowano ją jako „spółkę, której akcje co najmniej z jednej emisji są dopuszczone do publicznego obrotu”. W obydwu przywołanych aktach prawnych status spółki publicznej został związany z administracyjną procedurą autoryzacyjną, której celem było poddanie spółki publicznej zunifikowanemu, a zarazem szczególnemu reżimowi prawnemu, którego ramy wyznaczały przepisy art. 5–11, art. 84–117 oraz art. 147–161 p.p.o.p.w., przy czym powszechnie przyjmowano

⁸⁹ R. Czerniawski (w:) R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Komentarz*, Warszawa 1996, s. 121.

w doktrynie prawa, że na kwalifikację spółki jako publicznej nie miała wpływu okoliczność, gdzie spółka taka miała swoją siedzibę, wobec tego spółką publiczną była zarówno spółka z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jak również spółka z siedzibą poza nią⁹⁰.

Istota regulacji normatywnych przewidzianych w ustawie – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r. oraz w ustawie – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r. wyrażała się w ukształtowaniu zorganizowanego rynku kapitałowego⁹¹, co zakładało wprowadzanie mechanizmów z jednej strony służących dalszemu rozwojowi rynku zinstytucjonalizowanego, z drugiej zaś zapewniających ochronę praw uczestników obrotu. Tym samym główny ciężar regulacyjny został położony na stworzenie takich rozwiązań prawnych, które miały skutkować wzmoczoną koncentracją obrotu, a czego wyrazem była ustawowa zasada przymusu rynku regulowanego. Zgodnie z nią ogół obrotu wtórnego papierami wartościowymi odbywał się na rynku regulowanym, poza wyjątkami enumeratywnie wskazanymi w ustawie⁹². Z tego względu dopuszczenie akcji spółki akcyjnej do publicznego obrotu skutkowało poddaniem jej restrykcyjnym regulacjom prawnym, których celem było uzyskanie efektu pełnej transparencji⁹³. Właśnie owa przejrzystość stanie się z czasem swoistym „znakiem firmowym” spółki publicznej. Można stwierdzić nawet, że ustawodawca wymuszał dokonywanie obrotu papierami wartościowymi na tymże rynku regulowanym i wobec tego wszystkie spółki publiczne musiały podlegać tym samym regułom rządzącym ich zachowaniem się w ramach publicznego obrotu. W konsekwencji nie było podstaw do różnicowania rodzajowego spółek publicznych z punktu widzenia zakresu obowiązków, jakimi były obciążone, poza obowiązkiem wprowadzania do publicznego obrotu każdej kolejnej emisji akcji, z mocy bowiem wyraźnej dyspozycji ustawowej odnosił się on wyłącznie do spółek publicznych z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej⁹⁴, co przewidywał art. 84 p.p.o.p.w. Natomiast w pozostałym zakresie, tj. w obszarze obowiązków informacyjnych oraz obowiązków związanych z realizacją praw z akcji, wszystkie spółki publiczne – tak krajowe jak i zagraniczne – traktowane były jednakowo, tzn. zostały objęte zunifikowanym, acz szczególnym reżimem prawnym, którego zręby wyznaczały w pierwszej kolejności przepisy ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r., a w drugiej kolejności kodeksu handlowego.

⁹⁰ Por. zwłaszcza M. Michalski (w:) A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 181 oraz M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 131.

⁹¹ M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 4.

⁹² Por. np. M. Michalski (w:) A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 816; *idem* (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 998.

⁹³ Por. także L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 1018.

⁹⁴ Por. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 5.

Wprowadzenie kategorii spółki publicznej w konsekwencji oznaczało nadanie jej szczególnej pozycji ustrojowej i objęcie jej szczególnymi zasadami funkcjonowania w ramach specyficznego reżimu prawnego z uwagi na wyjątkowy charakter relacji między taką spółką a uczestnikami obrotu⁹⁵, jako że opiera się ona na więzi, jaka powstaje w następstwie złożenia – w ramach procesu poszukiwania kapitału inwestycyjnego – tzw. publicznej oferty. Przez ofertę publiczną w świetle – początkowo – dyrektywy Rady 89/298/EWG z dnia 17 kwietnia 1989 r. w sprawie koordynacji wymagań dotyczących sporządzania, szczegółowej kontroli i rozpowszechniania prospektów emisyjnych publikowanych w związku z publiczną ofertą sprzedaży zbywalnych papierów wartościowych, a następnie już dyrektywy 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 zmieniającą dyrektywę 2001/34/WE, rozumiano⁹⁶:

- 1) na gruncie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r. – „proponowanie nabycia, nabywanie lub przenoszenie praw z emitowanych w serii papierów wartościowych przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli proponowanie nabycia jest skierowane do więcej niż 300 osób, albo do nie oznaczonego adresata...” (por. art. 1 § 1 p.p.o.p.f.p.);
- 2) na gruncie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r. – „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 nie oznaczonego adresata...” (por. art. 2 ust. 1 p.p.o.p.w.).

Stany zdefiniowane w hipotezach przytoczonych przepisów jako „publiczny obrót”⁹⁷ obejmują różnorodne zachowania nakierowane na poszukiwanie efektywnego kapitału inwestycyjnego. Z punktu widzenia mechanizmów rynku kapitałowego dochodzi w tym momencie do realizacji funkcji alokacyjnej, dzięki której następuje transfer środków do najbardziej efektywnych przedsięwzięć inwestycyjnych o średnim czy wręcz długim horyzoncie czasowym. Konstrukcja rynku kapitałowego umożliwia przy tym transformację poszukiwanego kapitału w zależności od oczekiwań inwestorów i możliwości emitentów. W związku z tym ci ostatni mają do zaoferowania szerokie instrumentarium, a w jego ramach papiery udziałowe, czyli akcje. Dla potencjalnego inwestora dużego znaczenia nabiera kwestia dostępu do informacji zarówno o samym emiten-

⁹⁵ *Ibidem*, s. 6.

⁹⁶ W żadnym z przywołanych aktów normatywnych ustawodawca nie posłużył się wprost pojęciem „oferta publiczna”, co wynikało z obawy przed konfrontacją z pojęciem „oferta” w rozumieniu art. 66 k.c. Jakościową zmianę przyniósł dopiero art. 3 ust. 1 u.o.p.

⁹⁷ Por. szerzej np. M. Michalski (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 661 i n.; *idem* (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 928 i n.

cie, jak i o proponowanych przez niego papierach wartościowych. Na pierwszy plan wysuwa się zatem zagadnienie miarodajnej informacji, jak bowiem zauważa L. Sobolewski⁹⁸, zasada przejrzystości rynku stanowi podwalinę publicznego obrotu, gdyż eksponuje ona najcenniejsze dobro na rynku kapitałowym, jakim jest informacja. Owa informacja – kompletna i rzetelna – jest podstawą podjęcia przez inwestorów decyzji o zaangażowaniu kapitałowym. Ustawodawca posługuje się wzorcem racjonalnego inwestora, który podejmuje swoje decyzje nie pod wpływem emocji czy też przemijającego entuzjazmu, ale na podstawie dostępnych informacji⁹⁹. W tym kontekście nadanie spółce statusu spółki publicznej oznacza jej upublicznienie w znaczeniu udostępnienia przez nią informacji, w oparciu o które przeprowadzany jest proces inwestycyjny, zasadzony na modelu akcjonariusza spekulacyjnego, tj. dążącego do optymalizacji stopy zwrotu, nie zaś na modelu akcjonariusza aktywnego, czyli zmierzającego do efektywnego oddziaływania na emitenta¹⁰⁰.

Słusznie zatem zauważa P. Wajda, że wyróżnikiem szczególnego reżimu prawnego, jakim obejmuje się spółkę publiczną, jest poziom ochrony inwestorów (akcjonariuszy), niejednokrotnie nawet kosztem samej spółki¹⁰¹. Doniosłość należy przypisać jednak tylko takim sytuacjom, kiedy obowiązek ujawniania informacji ma charakter permanentny, a nie jedynie jednorazowy. Tymczasem z takim obowiązkiem mamy do czynienia zawsze w obrębie rynku regulowanego, który postrzegany jest jako miejsce generowania informacji o określonych dobrach i przekształcania ich w cenę, dzięki czemu ustalana jest równowaga między podażą a popytem. W konsekwencji cyrkulacja informacji na rynku zaczyna pełnić rolę jego stabilizatora, nadając rynkowi regulowanemu cechę skuteczności¹⁰².

Pod rządami ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r. oraz ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r. każda oferta publiczna sprzęgnięta była z rynkiem regulowanym właśnie poprzez pojęcie publicznego obrotu. Ustawodawca ustanowił bowiem wymóg wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu w rozumieniu proponowania nabycia (objęcie) papierów wartościowych w sposób spełniający kryteria publiczności (por. art. 49 § 1 p.p.o.p.f.p. oraz art. 61 ust. 1 p.p.o.p.w.), co za każdym razem – poza wyjątkami wskazanymi enumeratywnie w przepisach – wymagało autoryzacji ze strony organu nadzoru państwowego, tj. początkowo Komisji Papierów Wartościowych,

⁹⁸ L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 1018.

⁹⁹ Por. także M. Górecki, *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, Czasopismo Kwartalne Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego 2007, nr 1, s. 74.

¹⁰⁰ Por. zwłaszcza M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 7.

¹⁰¹ Por. P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 67.

¹⁰² Por. J.F. Rouge, *La spéculation: règles du jeu*, Petites affiches 1993, nr 94, s. 16; także H. de Vauplane, J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Paris 2001, s. 481 i n. oraz M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 7.

a później Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Co więcej, w celu zapewnienia rozwoju rynków regulowanych, ustawodawca przewidział ponadto przymus rynku regulowanego w ramach obrotu wtórnego (por. art. 54 § 1 p.p.o.p.f.p. oraz art. 89 ust. 1 p.p.o.p.w.)¹⁰³, czego konsekwencją była tożsamość między permanentnym obowiązkiem informacyjnym a statusem spółki publicznej. Jednocześnie ustawodawca wprowadził *iunctim* między publicznym obrotem, czy raczej uzyskaniem przez papiery wartościowe statusu papierów dopuszczonych do publicznego obrotu, a – początkowo – dematerializacją samego obrotu (por. art. 5 § 1 p.p.o.p.f.p.), a następnie dematerializacją samego papieru wartościowego (por. art. 7 ust. 1 p.p.o.p.w.). W konsekwencji na rynku wtórnym, czyli w obrębie obrotu wtórnego zawsze występowało zjawisko dematerializacji. W tym kontekście status spółki publicznej został genetycznie powiązany z pojęciem publicznego obrotu papierami wartościowymi, gdyż podejście takie było determinowane potrzebą zapewnienia zupełności systemu regulacyjnego, tj. objęcia nim wszystkich emitentów akcji dopuszczonych do publicznego obrotu, które miały być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. W następstwie tego zabiegu ów szczególny walor „publiczności” oznaczał *de facto* poddanie spółki wymogom zapewniającym jej pełną przejrzystość, rozumianą jako ogólny i stały dostęp do wszelkich informacji o spółce, które mogą być istotne dla podejmowania decyzji inwestycyjnych, co jest identyfikowane z rynkiem regulowanym. Zarówno bowiem w poprzednich definicjach rynku regulowanego (giełdowego), tj. w art. 2 pkt 6 p.p.o.p.f.p. oraz w art. 4 pkt 14 p.p.o.p.w., jak i w aktualnie obowiązującym art. 14 u.o.i.f. jako cechę konstytutywną tego rynku akcentuje się zawsze powszechną – czyli następującą z zachowaniem równego dostępu dla wszystkich uczestników w tym samym czasie – dystrybucję informacji rynkowej.

Zasadniczą zmianę w dotychczasowym podejściu do rynku kapitałowego przyniosły dopiero przepisy ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, gdyż wdrażały one w życie zasadę swobody przepływu kapitału, głównie poprzez likwidację barier instytucjonalnych i poprzez integrację rynków kapitałowych, czy szerzej finansowych państw członkowskich Unii Europejskiej, także w drodze swobody świadczenia usług w sektorze finansowym¹⁰⁴. Wyrazem zrewidowanego, jako że osadzonego we wspomnianym już nurcie unifikacyjnym, podejścia do problematyki zinstytucjonalizowanego rynku kapitałowego jest przede wszystkim rezygnacja z nadrzędnego dotychczas pojęcia „publiczny obrót”¹⁰⁵, co w konsekwencji do-

¹⁰³ Por. za wielu M. Michalski (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 660 i n.; *idem* (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 998 i n.

¹⁰⁴ Por. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 5 oraz *idem* (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. XLI.

¹⁰⁵ Por. też A. Chłopecki, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, nr 11, s. 38.

prowadziło do wyeliminowania obowiązującego dotąd podziału obrotu na trzy równorzędne segmenty, tj. obrót pierwotny, obrót wtórny oraz pierwszą ofertę publiczną, które od strony pojęciowej wyznaczały granice reżimu prawnego publicznego obrotu¹⁰⁶. Odtąd kluczowe dla zakresienia sfery regulacyjnej stały się pojęcia: „instrument finansowy”, wprowadzony przez art. 2 ust. 1 u.o.i.f. oraz „oferta publiczna”, definiowana obecnie w art. 3 ust. 1 u.o.p. wprost przez odesłanie do pojęcia oferty.

Co więcej, faktycznym następstwem wprowadzonych zmian było odejście od niegdyś podstawowych zasad publicznego obrotu, jak zasada dematerializacji papierów wartościowych (por. art. 5 ust. 1 pkt 2 w zw. z ust. 2 u.o.i.f.) czy przymusu maklerskiego (por. art. 19 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f.). Podobne podejście zaprezentowano do obowiązku prospektowego (por. art. 7 ust. 1 u.o.p.) oraz zasady kontynuacji, tj. ubiegania się o dopuszczanie do obrotu każdej kolejnej emisji akcji (por. art. 32 ust. 6 u.o.i.f.¹⁰⁷). Poza rynkiem regulowanym zasady powyższe nabierają charakteru fakultatywnego, jak w przypadku zasady dematerializacji papierów wartościowych (por. art. 5 ust. 2 *in fine* u.o.i.f.) czy obowiązku prospektowego (por. art. 7 ust. 2 oraz ust. 3 w zw. z art. 38–41 u.o.p.), wobec czego do decyzji zainteresowanego podmiotu, tj. spółki jako emitenta akcji, tudzież jej akcjonariusza jako sprzedającego akcje w związku z ofertą publiczną (por. art. 4 pkt 7 u.o.p.), ustawodawca pozostawił *de facto* swobodę decyzji w przedmiocie zastosowania restrykcyjnych reguł porządku prawnego z obszaru rynku kapitałowego. W następstwie przyjętych zmian wejście na rynek kapitałowy nie determinowało już co do zasady spółki akcyjnej w zakresie związania jej zastrzonym reżimem prawnym¹⁰⁸. Skutek taki wywoływał *ex lege* wyłącznie zaistnienie, czy ściślej uzewnętrzniony zamiar takiego zaistnienia, spółki w znaczeniu emitenta papierów wartościowych na rynku regulowanym. W literaturze przedmiotu sformułowano więc tezę o przymusie regulacyjnym i zastrzonym reżimie prawnym wyłącznie w odniesieniu do rynku regulowanego¹⁰⁹. Stąd *a contrario* przyjmowano, że pozostałe obszary obrotu maklerskimi instrumentami podlegały bądź regulacjom jedynie fragmentarycznym, tj. skoncentrowanym tylko na niektórych momentach, doniosłym z punktu widzenia interesów usługobiorców, czego przykładem była chociażby wyłączność maklerska w zakresie stałego nabywania oraz zbywania tych instrumentów, bądź regulacjom zaliczanym wręcz do tzw. prawotwórstwa prywatnego, czego przykładem jest organizacja alternatywnego systemu obrotu. Powyższa konstatacja nie pozostawała bez znaczenia dla ustalenia właściwego statusu regulacyjnego w stosunku do spółek publicznych, gdyż w świetle zmian, jakie przewidywały ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. oraz ustawa o ofercie publicznej z 2005 r., uza-

¹⁰⁶ Por. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 5.

¹⁰⁷ Obowiązek ten został zawężony wyłącznie do spółek, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań, o ile były uprzednio przedmiotem oferty publicznej.

¹⁰⁸ Por. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 5 i n.

¹⁰⁹ *Ibidem* s. 6.

sadnione merytorycznie, tj. z perspektywy postulatu transparentności obrotu, było odniesienie statusu spółki publicznej do spółek, których akcje pozostawały przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Tymczasem ustawodawca – przez powiązanie statusu spółki publicznej z dematerializacją jej akcji – za spółki publiczne kazał uznawać spółki:

- 1) których akcje były przedmiotem oferty publicznej;
- 2) których akcje były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym;
- 3) których akcje pozostawały w alternatywnym systemie obrotu¹¹⁰.

Warunkiem *sine qua non* uzyskania przez spółkę statusu formalnego spółki publicznej było za każdym razem poddanie jej akcji – którejkolwiek emisji – procedurze dematerializacyjnej.

Takie podejście ustawodawcy poddano zdecydowanej krytyce w doktrynie prawa handlowego. Zauważono, że dostęp do informacji stanowił swoiste *criterium divisionis*, ponieważ spółka pozyskująca uprzednio kapitał inwestycyjny uzyskiwała automatycznie status spółki publicznej, skutkiem czego zaczynała podlegać obowiązkom upowszechniania danych na temat jej samej¹¹¹. Z tej perspektywy spółka traktowana była jako emitent pozyskujący kapitał inwestycyjny na gruncie przepisów dyrektywy 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 publikacji¹¹². Trzeba jednak zaznaczyć, że dyrektywa 2001/34/WE nie wprowadzała definicji ogólnej spółki publicznej i pozostając jedynie na poziomie opisu, posługiwała się, m.in. w art. 67–77, sformułowaniem: „spółki, których akcje są oficjalnie notowane na giełdzie”. W tym ujęciu status spółki „publicznej” powinien przynależeć do spółki, której akcje podlegały regułom obrotu na rynku regulowanym, pośród których zasadniczego znaczenia nabierała dostępność – w sensie upublicznienia – informacji na temat emitenta akcji¹¹³. Jednakże ustawodawca polski zdawał się nie dostrzegać wspomnianych niuansów, przyjmując w art. 4 pkt 20 u.o.p. nową definicję spółki publicznej, w której jej status formalny został ściśle powiązany ze zjawiskiem dematerializacji akcji. Wobec tego spółkami publicznymi zostawały nie tylko spółki, których akcje podlegały obligatoryjnej dematerializacji w świetle art. 5 ust. 1 w zw. z ust. 3 u.o.i.f. w związku z wprowadzaniem ich do obrotu na rynku regulowanym (por. art. 5 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f.), ale również spółki, których akcje nie były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, niemniej poddane zostały – chociaż w trybie fakultatywnym – procedurze dematerializacyjnej (por. art. 5 ust. 3 u.o.i.f.). Trzeba przyznać, że w rozwiązaniu łączącym status spółki publicznej z dematerializacją jest swoista logika, ponieważ na skutek rezygnacji

¹¹⁰ *Ibidem*, s. 9 i n.

¹¹¹ *Ibidem*, s. 7 i n.

¹¹² Dz. Urz. UE L 184 z 6.07.2001, s. 1 z późn. zm.

¹¹³ *Ibidem*.

z zasady przymusu rynku regulowanego, za czym poszło pozbawienie pojęcia „publiczny obrót” relewantności prawnej, jedynym miarodajnym zdarzeniem – poprzedzającym wprowadzenie akcji do obrotu na rynek regulowany – jest właśnie moment zapisania akcji na rachunkach papierów wartościowych w ramach systemu depozytu papierów wartościowych. Jednak ustawodawca pominął tutaj rozróżnienie między dematerializacją obligatoryjną a dematerializacją fakultatywną, skutkiem czego kategoria spółek publicznych znacząco wykroczyła poza ramy rynku regulowanego.

2. DEMATERIALIZACJA AKCJI JAKO PRZESŁANKA UZYSKANIA STATUSU SPÓŁKI PUBLICZNEJ

2.1. Geneza i podstawy normatywne dematerializacji

Problematyka dematerializacji towarzyszy rozwojowi polskiego rynku kapitałowego od jego zarania, przechodząc różne etapy rozwoju, będąc przy tym przedmiotem wzmożonej dyskusji doktrynalnej¹¹⁴. Dematerializacja oznacza sytuację, w której papier wartościowy zostaje pozbawiony formy dokumentu i jako taka została wprowadzona po raz pierwszy w art. 7 ust. 1 p.p.o.p.w., po czym rozwiązanie to przejął ustawodawca do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w jej art. 5 ust. 1.

Dematerializacja oznacza zapisanie osób uprawnionych z tych papierów wartościowych we właściwym systemie ewidencyjnym, którego zadaniem jest odzwierciedlenie w sposób miarodajny stanu podmiotowego względem praw wynikających z papierów wartościowych na dany moment. Oznacza to, że nośnik materialny zostaje pozbawiony jakiejkolwiek doniosłości prawnej, przez co traci status przedmiotu obrotu oraz utrwalacza prawa¹¹⁵. W następstwie procesu dematerializacji funkcję legitymacyjną prawa – realizowaną do tej pory przez dokument – przejmuje zintegrowany system rejestracji, oparty na odpowiednich instytucjach ewidencyjnych tworzących mechanizm pojawia się mechanizm uzewnętrzniania prawa, czyli potwierdzania nabycia przez daną osobę oznaczonego co do treści prawa będącego *de facto* przedmiotem obrotu zdemateriali-

¹¹⁴ Na ten temat por. m.in. R. Jurga, M. Michalski, *Papiery wartościowe w obrocie masowym*, Warszawa 1997, s. 58 i n.; M. Michalski (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 659 i n. oraz L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo papierów...*, s. 959 i n.; A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 19. *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 874 i n.; M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 18. *Prawo papierów wartościowych. Suplement*, Warszawa 2006, s. 14 i n.; K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2010, s. 192 i n.; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 310 i n. oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 144 i n.

¹¹⁵ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 143.

zowanego. Tym samym dematerializacja rozumiana jako całkowite odejście od nośnika materialnego w przypadku konstrukcji papieru wartościowego musi być odróżniona od zjawiska dematerializacji obrotu, czyli immobilizacji nośnika materialnego. Dematerializacja obrotu zakłada bowiem jedynie wyłączenie z obiegu, czy raczej z obrotu prawnego, nośnika materialnego. Cechą konstytutywną dematerializacji obrotu jest okoliczność, że nie dochodzi tutaj do ingerencji w konstrukcję jurydyczną samego papieru wartościowego¹¹⁶.

Geneza zjawiska dematerializacji jest zróżnicowana, ponieważ różnie układają się istotne dla niego momenty konstrukcyjne w zależności od systemu prawnego, z którego się wywodzi. Chodzi tutaj o konkurencję dwóch systemów regulacyjnych, a mianowicie germańskiego oraz romańskiego¹¹⁷. Dla rozwiązań przyjętych w systemie prawa polskiego referencyjne znaczenie miał system romański¹¹⁸. W systemie niemieckim główny nacisk został położony na mechanizmy unieruchomienia nośnika materialnego, podczas gdy w systemie francuskim odstąpiono od tradycyjnej konstrukcji papieru wartościowego, w miejsce którego pojawiała się nowa kategoria *valeurs mobilières*, co było wstępem do pełnej dematerializacji papieru wartościowego¹¹⁹. Dematerializacja rozumiana była jako przejście z tradycyjnej formy papieru wartościowego opartej na nośniku materialnym na zapisy na rachunkach prowadzonych na rzecz osób uprawnionych, a od strony jurydycznej stanowiła zmianę kwalifikacji prawnej na kategorię dóbr niematerialnych¹²⁰. Warto przy tym zaznaczyć, że samo zjawisko zapisywania *valeurs mobilières* na urządzeniach ewidencyjnych, jakimi początkowo były konta, historycznie pojawiło się już na początku lat 40. XX w. w związku z utworzeniem w 1941 r. Centralnego Depozytu Papierów Wartościowych (La Caisse Centrale de Depots et de virement de Titres)¹²¹. Z czasem pojęcie *valeurs mobilières* zastąpiono – uwzględniając zmiany w prawie Unii Europejskiej – terminem *les instruments financiers*. Dematerializacja polegająca na zdeponowaniu papierów wartościowych i przekształceniu ich w zapisy na rachunkach prowadzonych przez instytucje finansowe, z jednoczesnym zakazem konwertowania ich w formę papierów tradycyjnych, uważana jest za rys

¹¹⁶ W doktrynie prawa zauważono, że dematerializacja obrotu oraz dematerializacja papierów wartościowych mogą współistnieć obok siebie; tak A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 19..., s. 874 i n.

¹¹⁷ Szerzej na ten temat por. przede wszystkim J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 283 i n.

¹¹⁸ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 143 i n. oraz M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 603 i n.

¹¹⁹ Por. M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 603.

¹²⁰ Por. H. de Vauplane, J.-P. Bornet, *Droit des marchés...*, s. 38.

¹²¹ Por. Y. Guyon, *Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières*, *Revue sociétés* 1984, s. 452 oraz N. Chabrolle, H. Juvin, *Une histoire de la SICOVAM*, Les Djinns 1992, s. 29 i n.

charakterystyczny dematerializacji francuskiej¹²². Doniosłość znaczenia zapisu na rachunku prowadzonym przez legitymowaną do tego instytucję finansową wyraża prawo uprawnionego, tj. w kategoriach prawnorzeczowych właściciela¹²³. O przyjęciu tak radykalnego rozwiązania, jako że polega ono na zerwaniu z formą dokumentu, przesądziły względy fiskalne. Zastosowany w ramach pełnej dematerializacji papierów wartościowych mechanizm umożliwił ścisłą kontrolę nad transferami papierów wartościowych i tym samym nad aktualnym stanem ich posiadania. W doktrynie prawa jako zalety dematerializacji wskazuje się: 1) obniżenie kosztów, w tym zwłaszcza związanych z przechowywaniem papierów; 2) wzrost bezpieczeństwa obrotu, skoro eliminuje się ryzyka tradycyjnie przypisane formie dokumentowej papieru wartościowego jak chociażby kradzież, jego zagubienie bądź zniszczenie w inny sposób; 3) usprawnienie obrotu, przede wszystkim w skali całego rynku regulowanego, gdzie koncentruje się zdecydowanie największy wolumen transakcji; 4) ułatwienie kontroli sprawowanej ze strony odpowiednich władz państwowych, co eliminuje transakcje ukryte, tj. niezgłaszane służbom skarbowym; 5) ograniczenie kosztów emisji czy 6) ułatwienie procedury wykonywania zobowiązań emitenta wobec uprawnionych z papierów wartościowych¹²⁴. Dodatkowo należy wskazać na wzmocnienie przejrzystości rynku, ponieważ system rejestracji pozwala na generowanie informacji na temat transakcji sprzedaży papierów wartościowych, co organom nadzoru pozwala śledzić zmiany stanów zaangażowania w poszczególnych spółkach.

Korzystając z doświadczeń systemu francuskiego w prawie polskim początkowo ograniczono się jedynie do dematerializacji obrotu, czego podstawę stanowił mechanizm immobilizacji papierów wartościowych przewidziany w art. 5 § 1 p.p.o.p.f.p. Z dzisiejszej perspektywy dematerializację obrotu należy uznać oczywiście za stan przejściowy między tradycyjną konstrukcją papieru wartościowego a całkowitym odejściem od surogatu materialnego. Zjawisko dematerializacji obrotu oparto na uczynieniu przedmiotem obrotu tylko i wyłącznie praw z papierów wartościowych, które przenoszono w trybie *solo consensu*. Na etapie unieruchomienia papierów wartościowych w depozycie prowadzonym przez KDPW wprowadzono instytucję odcinka zbiorczego, reprezentującego ogół papierów wartościowych danej emisji, opiewających na tożsame co do treści uprawnienia¹²⁵. Natomiast pełną dematerializację papieru wartościowego przyjęto już na gruncie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r., a rozwiązanie to powielono w przepisach ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. Mechanizm pełnej dematerializacji papieru wartościowego zakłada obligatoryjność oraz powszechność tego procesu wzglę-

¹²² Por. H. de Vauplane, J.-P. Bornet, *Droit des marchés...*, s. 38 i n.

¹²³ Por. A. Reygrobellet, *Le droit de propriété du titulaire d'instruments financiers dématérialisés*, *Revue trimestrielle de droit commercial et droit économique* 1999, nr 2, s. 306.

¹²⁴ M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 604.

¹²⁵ *Ibidem*, s. 604 i n.

dem papierów wartościowych. Na gruncie ustawy z 1997 r. papiery wartościowe poddane dematerializacji uzyskiwały jednocześnie status papierów dopuszczonych do publicznego obrotu, co oczywiście przekładało się w przypadku akcji na status emitującej je spółki, która uzyskiwała kwalifikator spółki publicznej. Konsekwencją dematerializacji papieru wartościowego jest zagadnienie jej ingerencji w naturę jurydyczną papieru wartościowego, ujmowanego w sposób klasyczny, gdyż przyjmuje się, że zdematerializowane papiery wartościowe objęte są odmiennym, właściwym tylko im reżimem prawnym¹²⁶ i właśnie ten szczególny reżim modyfikuje w istotny sposób konstrukcję jurydyczną papieru zdematerializowanego. O ile zatem jeszcze pod rządami regulacji z 1997 r. konsekwentnie opowiadano się za quasi-realnym charakterem przenoszenia praw z papierów wartościowych¹²⁷, kontestując tym samym stanowisko opierane na teorii konsensualnej, o tyle w świetle przepisów ustawy z 2005 r. w sposób jednoznaczny można twierdzić, że stanowią one podstawę dla całkowitej alienacji praw¹²⁸, co znajduje odbicie zwłaszcza w mechanizmach ich przenoszenia statuowanych w art. 7 w zw. z art. 5 u.o.i.f., ale również powoduje, że zjawisko dematerializacji nie może być postrzegane jedynie w kategoriach czysto technicznych.

Aktualnie podstawę prawną dematerializacji akcji stanowi przepis art. 5 ust. 1 u.o.i.f., stwierdzający, że „Papiery wartościowe: 1) będące przedmiotem oferty publicznej lub 2) dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub, 3) wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, 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)”, niemniej podstawą normatywną dla tego zjawiska jest ogół przepisów art. 4–12 u.o.i.f., aczkolwiek przy ustalaniu ich zakresu regulacyjnego należy

¹²⁶ M. Michalski (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery...*, s. 681; również M. Bączyk (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 46 oraz M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 606. Warto zaznaczyć, że w myśl stanowiska reprezentowanego m.in. przez F. Zolla dematerializacja nie wpływa na podejście do konstrukcji papieru wartościowego, jako że fakt, iż dane uprawnienie jest wykazywane zapisem informatycznym nie oznacza, że zapis taki nie może być uważany za dokument; por. F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 31. Inne stanowisko zajmuje z kolei M. Romanowski, który przyjmuje, że dematerializacja radykalnie zmienia podejście do klasycznej teorii papierów wartościowych, a tym samym zmienia zasady dotyczące obrotu papierami wartościowymi. Niemniej konkluduje on, że ostatecznie zdematerializowany papier wartościowy jest nadal od strony konstrukcyjnej papierem klasycznym, różnica zaś, jaka się tutaj uwidatnia, polega na zmianie nośnika z materialnego na elektroniczny, co potwierdza tzw. test zamienności postaci (formy) papieru wartościowego; por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 18..., s. 20 i n.

¹²⁷ Por. zwłaszcza L. Sobolewski (w:) L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 239 i n.

¹²⁸ Por. zwłaszcza J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 316 i n. oraz M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 604.

dotatkowo mieć na uwadze przepisy odnoszące się do funkcjonowania systemu depozytu papierów wartościowych, o jakim mowa w art. 3 pkt 21 u.o.i.f., tj. pomieszczone w dziale III u.o.i.f.

2.2. Tryby dematerializacji papierów wartościowych

2.2.1. Dematerializacja systemowa oraz dematerializacja autonomiczna

W doktrynie prawa w oparciu o obowiązującą regulację prawną odnoszącą się do problematyki dematerializacji papierów wartościowych dokonano dychoomicznego podziału procedur jej stosowania – a w konsekwencji podstaw normatywnych wyznaczających granice reżimów prawnych dematerializacji – na dwa zasadnicze tryby dematerializacji papierów wartościowych, a mianowicie dematerializację systemową¹²⁹, którą normują przepisy 5–12 u.o.i.f., a w dalszej części przepisy działu III u.o.i.f., oraz dematerializację autonomiczną, przeprowadzaną na podstawie przepisów szczególnych¹³⁰. Dematerializacja systemowa dokonywana jest w ramach depozytu papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f., będącego zorganizowanym systemem rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych, obejmującym rachunki papierów wartościowych, tzw. rachunki zbiorcze oraz konta depozytowe prowadzone przez podmioty upoważnione do tego przepisami prawa, będące instytucjami finansowymi, nadzorowanymi przez KNF. Kluczowe znaczenie dla dematerializacji systemowej trzeba przypisać art. 7 u.o.i.f. Doniosłość przewidzianej w nim regulacji polega na rozstrzygnięciu o skutkach prawnych zapisu na rachunku papierów wartościowych. W doktrynie prawa zauważono, że ustawodawca podszedł do zagadnienia dematerializacji od strony negatywnej, stwierdzając jedynie, że papiery wartościowe nie mają formy dokumentu. Niemniej przyjęcie takiego rozwiązania nie wyłącza możliwości funkcjonowania ich w formie dokumentu elektronicznego¹³¹. Tym samym art. 5 ust. 1 u. w zw. z art. 7 ust. 1 u.o.i.f. pozwala na stwierdzenie, że papiery zdematerializowane w rozumieniu art. 5 ust. 1 u.o.i.f. nie mają żadnego nośnika materialnego. Za taki nośnik nie można bowiem uważać zapisu magnetycznego na rachunku papierów wartościowych, jako że stanowi on jedynie sposób rejestracji prawa, co zapewnia jego egzystencję w obrocie prawnym. W miejsce nośnika, jakim był dokument, uzewnętrzniającego dotąd prawo, pojawia się mechanizm ujawniania tego prawa po stronie uprawnionego, czemu służy zorganizowany system ewidencjonowania

¹²⁹ Por. M. Michalski, *Spółka...*, s. 149.

¹³⁰ Tak przede wszystkim M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 19. *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 559 i n. oraz *idem* (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 606.

¹³¹ Por. A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 19..., s. 881.

wania na odpowiednich urządzeniach – jak rachunki czy konta papierów wartościowych – z którymi ustawodawca związał *ex lege* skutki prawne. Można więc skonstatować, że dematerializacja systemowa oznacza taki stan, w który funkcję legitymacyjną prawa przejmuje system rejestracji oparty na odpowiednich urządzeniach ewidencyjnych¹³². Dotychczasowy nośnik, utrwalający czy wręcz uzewnętrzniający prawo, przestaje odgrywać doniosłą prawnie, ale i faktycznie rolę i nie ma już żadnego znaczenia z punktu widzenia natury prawnej papieru wartościowego. W konsekwencji taka dematerializacja prowadzi do unifikacji reżimu właściwego dla przenoszenia prawa z papierów wartościowych, bez względu na ich postać, tzn. czy występują one w obrocie prawnym jako papiery imienne czy na okaziciela. Niezależnie bowiem od ich postaci znajduje do nich zastosowanie ten sam przepis, a mianowicie art. 7 ust. 2 u.o.i.f.

Dematerializacja autonomiczna, określana niekiedy jako dematerializacja pozasystemowa, cechuje się charakterem fakultatywnym, ponieważ zależy wyłącznie od woli emitenta papierów wartościowych¹³³. Jest dokonywana na podstawie przepisów ustaw szczególnych, normujących poszczególne typy normatywne papierów wartościowych. Ten tryb dematerializacji dopuszczalny jest tylko wtedy, kiedy przepis odrębny wyraźnie ją przewiduje. Do tych przepisów szczególnych odsyła art. 5 ust. 2 u.o.i.f., stanowiąc, że papiery wartościowe mogą nie mieć formy dokumentu również w przypadku, gdy przewidują to odrębne przepisy dotyczące emisji tych papierów. Jakkolwiek dematerializacja autonomiczna nie jest ani strukturalnie, ani funkcjonalnie powiązana z dematerializacją systemową, art. 5a ust. 1 u.o.i.f. dozwala, aby na podstawie umowy zawartej przez emitenta z Krajowym Depozytem lub spółką, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., w depozycie papierów wartościowych były być również rejestrowane papiery wartościowe, które zgodnie z odrębnymi przepisami dotyczącymi emisji tych papierów, mogą nie mieć formy dokumentu, dzięki czemu możliwe jest objęcie papierów wartościowych zdematerializowanych na podstawie przepisów szczególnych systemem ewidencjonowania prowadzonym w ramach depozytu papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f. W ten sposób zamiast odrębnego systemu rejestracji papiery dematerializowane w ramach dematerializacji autonomicznej pozostają w ewidencji systemu, który zapewni należyłą pieczę nad rzeczywistym stanem uprawnień identyfikującym osoby legitymowane do wykonywania praw z tych papierów, co oczywiście wpływa na miarodajność takiej rejestracji. System ewidencjonowania papierów wartościowych poddanych dematerializacji autonomicznej może opierać się na systemach odrębnych, czyli prowadzonych przez podmioty upoważnione do

¹³² Tak zwłaszcza A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 19..., s. 880 oraz M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 606.

¹³³ Stąd niekiedy w literaturze określa się ją jako dematerializację dobrowolną; por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 18..., s. 16 i n.

tęgo na mocy ustaw szczególnych, albo też na potrzeby ewidencji takich papierów możliwe jest wykorzystanie depozytu papierów wartościowych w znaczeniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f. Trzeba jednak zaznaczyć, że zgodnie z art. 5a ust. 3 u.o.i.f. papiery wartościowe zdematerializowane w trybie dematerializacji autonomicznej, niemniej zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych, nadal będą podlegać odrębnemu reżimowi dematerializacyjnemu, czyli reżimowi określonemu w przepisach właściwych dla danego typu normatywnego papierów wartościowych, przewidujących dematerializację autonomiczną. W konsekwencji w ramach regulacji szczególnych ustawodawca normuje reżim właściwy dla przenoszenia zdematerializowanych papierów wartościowych, aczkolwiek co do zasady wzoruje się on na reżimie określonym w art. 7 u.o.i.f. Do przypadków dematerializacji autonomicznej należą: 1) obligacje, podlegające dematerializacji autonomicznej w oparciu o przepisy ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach¹³⁴, 2) certyfikaty inwestycyjne, poddawane obligacji autonomicznej na podstawie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹³⁵, 3) listy zastawne, dematerializowane na mocy przepisów ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych¹³⁶ oraz 4) bankowe papiery wartościowe poddawane dematerializacji autonomicznej zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe¹³⁷.

W przypadku akcji ustawodawca nie przewidział możliwości ich dematerializowania w ramach dematerializacji autonomicznej, wobec czego mogą być one dematerializowane wyłącznie w trybie dematerializacji systemowej, przy czym zastosowanie tego procesu może stanowić obowiązek emitenta, co nastąpi w przypadku obligacji obligatoryjnej, albo będzie wynikiem jego samodzielnej decyzji w przypadku dematerializacji fakultatywnej.

2.2.2. Dematerializacja obligatoryjna oraz dematerializacja fakultatywna

W świetle przepisów art. 5–12 u.o.i.f. w zw. z art. 12 u.o.p. w doktrynie prawa dokonuje się rozróżnienia dematerializacji systemowej na dwie formy, do jakich zalicza się dematerializację obligatoryjną oraz dematerializację fakultatywną¹³⁸, z których pierwsza jest obowiązkowa, podczas gdy druga uwarunkowana jest decyzją emitenta.

¹³⁴ Dz. U. poz. 238.

¹³⁵ Tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1896 z późn. zm.

¹³⁶ Tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1771.

¹³⁷ Szerzej por. M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 608 i n.

¹³⁸ Por. *ibidem*, s. 606 i n. oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 149 i n.

Obowiązek przeprowadzenia dematerializacji obligatoryjnej jest związany z przypadkami dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym (por. art. 5 ust. 1 pkt 2 w zw. z ust. 3 u.o.i.f.). Natomiast dematerializacja fakultatywna, która opiera się każdorazowo na decyzji emitenta, odnosi się do przypadków oferty publicznej lub wprowadzania papierów wartościowych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu (por. art. 5 ust. 1 pkt 1 i 3 w zw. z ust. 3 u.o.i.f.). W doktrynie prawa podnosi się zasadnie, że powiązanie dematerializacji obligatoryjnej z procedurą dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym wynika wprost z przesłanek historycznych oraz uwarunkowań organizacyjno-technicznych¹³⁹, gdyż po pierwsze, powyższe rozwiązanie nawiązuje do rozwiązania przyjętego jeszcze pod rządami ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r., czyli pozostaje logiczną konsekwencją tzw. publicznego obrotu papierami wartościowymi, jako że w ramach obrotu wtórnego obrót publiczny utożsamiany był z obrotem na rynku regulowanym z racji obowiązywania zasady przymusu rynku regulowanego oraz po drugie, dematerializacja stanowi konstytutywny element konstrukcyjny instytucji depozytu papierów wartościowych w ujęciu zarówno funkcjonalnym, czyli jako system powiązanych ze sobą i hierarchicznie ukształtowanych urządzeń rejestracyjnych, jak i instytucjonalnym, tj. jako struktura upoważnionych podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych i centralna instytucja depozytowo-rozliczeniowej, ponieważ zapewnia ona od strony organizacyjnej oraz technicznej optymalny proces przeprowadzania transakcji przez przekazywanie zleceń z firm inwestycyjnych do spółki prowadzącej rynek regulowany, a następnie do spółki prowadzącej rozliczania transakcji (por. art. 45b ust. 1 u.o.i.f.), gdzie realizowane jest rozliczanie transakcji od strony rzeczowej i pieniężnej (por. art. 45b ust. 2 u.o.i.f.), przy równoczesnym zapewnieniu kontroli pokrycia (por. art. 45f ust. 1 u.o.i.f.), a także instytucjonalnym zabezpieczeniu prawidłowego spełniania przez strony transakcji obowiązków ciążących na nich z tego tytułu (por. art. 68c u.o.i.f.), co przyczynia się do płynności samych rozliczeń.

Skoro w aktualnym stanie prawnym ustawodawca odszedł od przymusu rynku regulowanego – jako mechanizmu zapewniającego koncentrację transakcji w obrębie obrotu wtórnego – jedynie rynek regulowany pozostaje miejscem, gdzie dematerializacja stanowi ważny instrument zapewniający bezpieczeństwo i sprawność obrotu, co z kolei wpisuje się w dyrektywę przewidzianą w art. 18 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f., która nakazuje spółkom prowadzącym rynek regulowany i rynek pozagiełdowy zapewnienie bezpiecznego i sprawnego przebiegu transakcji. Warto w tym miejscu zauważyć, że ustawodawca zaliczył do zadań ustawowych KDPW, czyli centralnej instytucji depozytowo-rozliczeniowej, m.in. przeprowadzanie rozrachunku w instrumentach finansowych i środkach pieniężnych

¹³⁹ Tak zwłaszcza M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 606.

w związku z transakcjami zawieranymi na rynku regulowanym w odniesieniu do instrumentów finansowych zarejestrowanych w KDPW (por. art. 48 ust. 1 pkt 6 u.o.i.f.) i jednocześnie przyznał KDPW możliwość prowadzenia rozliczeń na rynku regulowanym (por. art. 48 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f.).

Dematerializacja fakultatywna obejmuje natomiast przypadki, kiedy występuje oferta publiczna lub wprowadzenie papierów wartościowych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu. Można więc zauważyć, że realizację procesu dematerializacji pozostawiono w tych sytuacjach samemu emitentowi. Wynika to stąd, że oferta publiczna nie musi obejmować papierów zdematerializowanych, szczególnie wtedy, kiedy emitent nie ma zamiaru ubiegania się w dalszej kolejności o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. Podobnie rzecz się ma z papierami wartościowymi mającymi być przedmiotem wprowadzenia wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu, ponieważ nie jest on poddany takim rygorom jak rynek regulowany, a co więcej, nie musi on obejmować swoim zasięgiem całego kraju, lecz może mieć charakter obrotu lokalnego (por. art. 3 pkt 2 u.o.i.f.). Dematerializacja nie jest więc tutaj warunkiem niezbędnym dla dokonywania transakcji, chociaż z punktu widzenia pragmatyki działania niewątpliwie przyczynia się ona do usprawnienia tego obrotu¹⁴⁰.

Obowiązywanie zasady dematerializacji zostało jednak ograniczone, ponieważ ma ona zasięg terytorialny i ogranicza się wyłącznie do terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. W świetle art. 5 ust. 7 u.o.i.f. przedmiotem rejestracji w depozycie papierów wartościowych, co stanowi pierwszy etap dematerializacji, mogą być papiery wartościowe wyemitowane na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, czyli przez spółki krajowe, a spośród tych papierów, które zostały wyemitowane poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tylko ta ich część, która w ramach oferty publicznej jest proponowana w Polsce, albo te, które mają być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym prowadzonym w Polsce, bądź wreszcie te, które mają być wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu na terytorium Polski.

2.3. Specyfika dematerializacji akcji

Dematerializacja akcji prowadzi do uzyskania przez spółkę akcyjną formalnego statusu spółki publicznej, o czym przesądza wprost art. 4 pkt 20 w zw. z art. 12 u.o.p. oraz w zw. z art. 5 u.o.i.f. Powyższa okoliczność oznacza, że w obrocie prawnym mogą się pojawić spółki publiczne, których akcje: 1) będą przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w następstwie: a) przeprowadzonej oferty publicznej połączonej z późniejszym ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, bądź b) ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, bez przeprowadzenia oferty publicz-

¹⁴⁰ *Ibidem*, s. 607.

nej, lub też 2) będą przedmiotem wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu, a emitent zdecyduje o ich dematerializacji, albo też regulacje właściwe dla danego alternatywnego systemu obrotu (np. NewConnect) przewidywać będą konieczność wcześniejszego zdematerializowania akcji czy wreszcie 3) będą wyłącznie przedmiotem oferty publicznej, w ramach której emitent zdecydował o dokonaniu dematerializacji akcji. Z racji tych różnorodnych możliwości uzyskania statusu spółki publicznej w doktrynie prawa zauważono, że dochodzi do zróżnicowania reżimów prawnych, jakie mają zastosowanie do spółek publicznych, w zależności od okoliczności dematerializacji ich akcji, gdyż najbardziej restrykcyjny reżim będzie stosowany do spółki publicznej, której akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym, podczas gdy do spółek, których akcje znajdują się w alternatywnym systemie obrotu, znajdą zastosowanie przepisy mniej restrykcyjne, reżim zaś właściwy dla spółek, których akcje były jedynie przedmiotem oferty publicznej, będzie już wyjątkowo liberalny¹⁴¹. Trzeba však zaznaczyć, że owo zróżnicowanie reżimów stosowanych dla poszczególnych podkategorii spółek publicznych rodzi negatywne konsekwencje chociażby na gruncie przepisów oddziału 3 rozdział 3 dział II tytuł III k.s.h.¹⁴² Źródła tych problemów należy doszukiwać się w fakcie – tak oczywistym z punktu widzenia zjawiska dematerializacji – jak powiązanie statusu formalnego spółki publicznej z faktem zdematerializowania przynajmniej jednej z jej akcji.

Z punktu widzenia dematerializacji akcji rozróżnia się dematerializację pierwotną oraz wtórną¹⁴³. W doktrynie prawa podkreśla się, że podział ten pozostaje w ścisłym związku ze zdarzeniem, jakim jest emisja akcji¹⁴⁴, gdyż proces dematerializacji zawsze pozostaje zrelacjonowany do momentu początkowego, jakim jest moment emisji. Z tego względu dematerializacja pierwotna zachodzi zawsze w ramach czy raczej bezpośrednio po przeprowadzeniu emisji, czyli wówczas, kiedy jeszcze nie doszło do wydania dokumentów akcji, niemniej nastąpił skutek prawny emisji w postaci nadania akcjom bytu prawnego. Natomiast do dematerializacji wtórnej dochodzi wtedy, gdy akcje już wcześniej wyemitowano i zaistniały w obrocie prawnym jako papiery wartościowe, tzn. zostały wydane w formie dokumentów. Z tej racji, że akcje nie mogą podlegać dematerializacji autonomicznej, ich dematerializacja wtórna nie może nastąpić w związku z rejestracją w depozycie papierów wartościowych, przewidzianą w art. 5a u.o.i.f., co jest możliwe w stosunku do innych papierów wartościowych, jak np. obligacje czy bankowe papiery wartościowe.

¹⁴¹ Por. szerzej na ten temat M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 8 i n.

¹⁴² M. Michalski, *Konstytuowanie się walnego zgromadzenia w świetle przepisów Kodeksu spółek handlowych*, M. Praw. 2010, nr 18, s. 989 i n.

¹⁴³ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 149 i n. oraz *idem* (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 610.

¹⁴⁴ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 150.

Dematerializacja pierwotna akcji pozostaje w bezpośrednim związku z procesem ich emisji, czyli wiąże się wprost z kreacją akcji jako praw podmiotowych oraz jako papierów wartościowych. Dlatego też przy dematerializacji pierwotnej akcji należy uwzględnić przepisy szczególne normujące tryb i warunki przeprowadzania emisji akcji. Wspomniany nakaz odnosi się do konieczności uwzględniania przepisów o trybach subskrypcyjnych uregulowanych w art. 431 k.s.h., związanych z takimi zdarzeniami, jak: 1) podwyższenie kapitału zakładowego spółki *sensu stricto*; 2) zamiana obligacji zamiennych na akcje (por. art. 451 § 1 k.s.h. w zw. z art. 19 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach¹⁴⁵) czy 3) zamiana warrantów subskrypcyjnych na akcje (por. art. 453 § 2 w zw. z art. 451 § 1 k.s.h.). Trzeba w tym miejscu zaznaczyć, że brak możliwości przeprowadzenia oferty publicznej w związku z tworzeniem spółki akcyjnej *de facto* uniemożliwia dematerializację pierwotną akcji w ramach zawiązywania spółki¹⁴⁶. Skoro dematerializacja akcji musi pozostawać w związku z jednym ze zdarzeń określonych w art. 5 ust. 1 pkt 1–3 u.o.i.f., należałoby przyjąć, że do dematerializacji pierwotnej mogłoby dojść w przypadku oferty publicznej przeprowadzanej w ramach subskrypcji prywatnej zgodnie z art. 431 § 2 pkt 1 k.s.h., gdyby indywidualnie oznaczonych adresatów propozycji było ponad 150, albo subskrypcji otwartej, czyli stosowanie do art. 431 § 2 pkt 3 k.s.h. Tymczasem w świetle przepisów rozdziału 1 dział II tytuł III k.s.h. ustawodawca zrezygnował – w przeciwieństwie do regulacji obowiązującej na podstawie przepisów kodeksu handlowego – z sukcesywnego trybu zawiązywania spółki akcyjnej, pozostawiając jedynie możliwość zawiązywania łącznego. W konsekwencji, stosownie do art. 313 k.s.h., wyłączono możliwość sięgania do subskrypcji otwartej, jak również subskrypcji prywatnej przy tworzeniu spółki akcyjnej, wobec czego powyższe tryby dopuszczalne są wyłącznie w przypadku podwyższania kapitału zakładowego istniejącej już spółki. Co więcej, zgodnie z art. 27 ust. 2 pkt 2 u.o.p. do prospektu emisyjnego, będącego podstawowym dokumentem informacyjnym, którego zatwierdzenie przez KNF stanowi przesłankę rozpoczęcia oferty publicznej, powinno załączyć się statut spółki, a stosownie do art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p. – także uchwałę walnego zgromadzenia w sprawie upoważnienia do zawarcia przez spółkę umowy o rejestrację w depozycie papierów wartościowych akcji, mających być przedmiotem oferty publicznej. Artykuł 27 ust. 1 *in principio* u.o.p. wyraźnie stanowi, że wniosek o zatwierdzenie prospektu, jak również dodatkowe dokumenty powinny być złożone przez „eminenta”, tj. przez samą spółkę. Tymczasem w grę może wchodzić jedynie spółka w organizacji. Jakkolwiek może ona złożyć statut, ten dokument bowiem jest już prawnie wiążący po sporządzeniu go w formie aktu notarialnego, to problematyczne pozostaje załączenie uchwały walnego zgromadzenia, autoryzującej

¹⁴⁵ Dz. U. poz. 238.

¹⁴⁶ Tak M. Michalski, *Spółka...*, s. 197; odmiennie natomiast A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych*, t. II. *Komentarz do art. 301–633*, Warszawa 2015, s. 114, który stwierdza, że „Obecnie w trybie subskrypcji publicznej mogą być zawiązywane tylko spółki publiczne...”.

zarząd spółki do zawarcia z KDPW umowy o rejestrację akcji. Przeszkodę stanowi tutaj art. 322 k.s.h., który kategorycznie zakazuje wydawania przez spółkę w organizacji dokumentów akcji imiennych oraz na okaziciela, co uniemożliwia zwołanie i odbycie walnego zgromadzenia z uwagi na reżim legitymacyjny określony w art. 406 § 1 i 2 k.s.h. Jednocześnie przepisu art. 406³ nie można w tym momencie zastosować, ponieważ status spółki publicznej zostanie przyznany spółce dopiero z chwilą dematerializacji akcji, a ta nastąpi dopiero po momencie zawarcia umowy, do której odsyła wspomniany art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p. Z przywołanych przepisów jednoznacznie wynika więc, że spółka będąca w stadium zawiązywania nie może uzyskać statusu spółki publicznej. Z tego względu dematerializacja pierwotna możliwa jest jedynie w związku z przypadkami podwyższania kapitału zakładowego spółki.

Jeżeli chodzi o podwyższenie kapitału zakładowego *sensu stricto* opiera się ono na procedurze subskrypcyjnej akcji nowej emisji, która kończy się objęciem akcji w następstwie zawarcia umowy o objęcie akcji. W przypadku subskrypcji zamkniętej oraz otwartej dochodzi ona do skutku w następstwie przydziału akcji. Powyższa procedura została tak skonstruowana, że nadaje akcjom charakter deklaracyjnych papierów wartościowych. Dokonanie przez spółkę przydziału akcji nowej emisji oznacza *eo ipso* przyznanie subskrybentowi tzw. prawa do akcji jako instrumentu finansowego w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. a w zw. z art. 3 pkt 29 u.o.i.f., będącego uprawnieniem do otrzymania zdematerializowanych akcji po zarejestrowaniu podwyższenia kapitału zakładowego¹⁴⁷. Jednakże dopiero po dokonaniu wpisu w przedmiocie podwyższenia kapitału zakładowego spółki prawa do akcji ewidencjonowane na rachunkach papierów wartościowych podlegają zamianie na akcje, przy czym, o ile sąd rejestrowy wyda 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. Na marginesie warto zaznaczyć, że umowa o objęcie akcji powinna rozstrzygać, czy w przypadku pokrycia wkładem pieniężnym należą mu się również odsetki, jak też w jakiej wysokości. Prawo do akcji, należące do ogólnej kategorii instrumentów finansowych, jest uznawane przez ustawodawcę za papier wartościowy. Zastosowanie przez ustawodawcę takiej kwalifikacji prawa do akcji oznacza, że może być ono przedmiotem obrotu dokonywanego w ramach obrotu zorganizowanego, tj. w alternatywnym systemie obrotu, lub na rynku regulowanym, jak również w ramach obrotu niezorganizowanego, tj. wolnego.

Procedura dematerializacji pierwotnej akcji prowadzi do uzyskania przez spółkę statusu ustrojowego spółki publicznej:

- 1) subskrypcja akcji ma charakter oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p., czyli w przypadku, gdy oferta objęcia akcji kierowana jest do więcej

¹⁴⁷ Por. także M. Michalski, *Spółka...*, s. 292 i n.

- niż 150 osób albo do nieoznaczonego adresata, spółka podejmuje decyzję w sprawie dematerializacji samodzielnie, wobec czego dematerializacja taka ma charakter fakultatywny;
- 2) jeżeli spółka zamierza jednocześnie – w bezpośrednim następstwie przeprowadzenia oferty – wystąpić o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym, musi równocześnie podjąć działania w kierunku ich dematerializacji, co oznacza, że ma ona walor dematerializacji obligatoryjnej;
 - 3) kiedy co prawda subskrypcja akcji nie ma charakteru publicznego, nie stanowiąc oferty publicznej, jednakże spółka podjęła decyzję o ubieganiu się o dopuszczenie akcji objętych ofertą publiczną do obrotu na rynku regulowanym w formie uchwały walnego zgromadzenia, o której mowa w art. 27 ust. 2 pkt 3a u.o.p. w sprawie ubiegania się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym, co oznacza dematerializację obligatoryjną;
 - 4) kiedy subskrypcja akcji ma charakter oferty publicznej, a spółka zamierza wprowadzić akcje do alternatywnego systemu obrotu, co prowadzi do dematerializacji fakultatywnej;
 - 5) gdy subskrypcja akcji nie stanowi oferty publicznej, ale spółka zamierza wprowadzić akcje do alternatywnego systemu obrotu, co równoznaczne jest także z dematerializacją fakultatywną.

Procedura subskrypcyjna kończy się zgłoszeniem podwyższenia kapitału zakładowego do sądu rejestrowego, stosownie do art. 441 § 1 k.s.h. W przypadku gdy dematerializacja akcji nowej emisji stanowi konsekwencję oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym, wówczas spółka musi do zgłoszenia załączyć odpowiedni dokument informacyjny, tj. prospekt emisyjny bądź memorandum informacyjne (por. art. 441 § 2 pkt 6 k.s.h.). Od strony technicznej dematerializacja akcji następuje dopiero po rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego, zapis bowiem na rachunku papierów wartościowych jest odpowiednikiem wydania dokumentu akcji, o jakim mowa w art. 328 § 5 k.s.h., chociaż wcześniej mogą pojawić się prawa do akcji, przysługujące przyszłemu akcjonariuszowi.

Nieco odmiennie przedstawia się sytuacja, gdy podwyższenie kapitału zakładowego następuje w związku z zamianą obligacji na akcje albo warrantów subskrypcyjnych na akcje. Taka zamiana stanowi realizację uprawnienia obligatariusza bądź posiadacza warrantu subskrypcyjnego w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego spółki. Proces konwersji powoduje, że akcje wydawane w zamian za obligacje, tudzież warrantów subskrypcyjnych kwalifikowane są jako konstytutywne papiery wartościowe, w przeciwieństwie do poprzednich przypadków podwyższenia kapitału *sensu stricto*. Wynika to stąd, że uchwała w sprawie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, podejmowana w związku z emisją obligacji zamiennych, nie stanowi zmiany statutu w rozumieniu art. 430 § 1 k.s.h., ponieważ funkcją jej jest zagwarantowanie obligatariuszom możliwości wykonania przysługującego im uprawnienia.

Konstrukcja obligacji zamiennych zakłada bowiem, że korelatem uprawnienia przysługującego obligatariuszowi jest po stronie spółki obowiązek określonego zachowania się, polegający na spełnieniu świadczenia w postaci wydania oznaczonej liczby akcji. Dopiero zatem z momentem skonkretyzowania wielkości podwyższonego kapitału, co następuje z chwilą objęcia akcji, dochodzi do zmiany statutu w zakresie wysokości kapitału udziałowego, czyli podstawy uczestnictwa korporacyjnego w spółce. Artykuł 452 § 2–4 k.s.h. zakłada jedynie aktualizację następczą tego faktu przez zgłaszanie do sądu rejestrowego po upływie każdego roku wykazu akcji objętych w danym roku w następstwie przeprowadzonych konwersji. Stanowi to niewątpliwie odstępstwo od reguły wyrażonej w art. 431 § 1 w zw. z art. 430 § 1 k.s.h., tym bardziej że wpis do rejestru ma wówczas jedynie charakter deklaracyjny¹⁴⁸. Oznacza to, że w przeciwieństwie do akcji nowej emisji, akcje emitowane w związku z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego powstają w sensie bytu prawnego w związku z czynnością konkretyzacji wysokości kapitału zakładowego efektywnie pokrytego w ramach tzw. definitywnego podwyższenia kapitału¹⁴⁹. Momentem miarodajnym dla kreacji akcji jest wówczas moment złożenia oświadczenia przez osobę uprawnioną o skorzystaniu z prawa do objęcia akcji, w następstwie czego następuje zdarzenie, jakim jest objęcie akcji nowej emisji¹⁵⁰. Nie można przy tym zapominać, że zarejestrowanie warunkowego podwyższania kapitału zakładowego następuje jeszcze przed objęciem akcji. Stąd złożenie oświadczenia przez osobę uprawnioną skutkuje obowiązkiem dokonania czynności zmierzających do zapisu akcji na właściwym dla uprawnionego rachunku papierów wartościowych dla akcjonariusza spółki (por. art. 451 § 2 k.s.h.). W ten sposób, poprzez taki zapis na rachunku, dochodzi do dematerializacji pierwotnej, pod warunkiem jednak, że spółka jest już spółką publiczną i poprzednie emisje jej akcji poddano wcześniejszej dematerializacji. Jednakże powstanie akcji w wykonaniu uprawnienia do zamiany, co odbywa się przy wykorzystaniu zapisu na rachunku papierów wartościowych, i co w świetle art. 451 § 2 zdanie drugie k.s.h. stanowi odpowiednik wydania dokumentu akcji, w ramach wspomnianej procedury zamiany, będzie zawsze traktowane jako dematerializacja pierwotna. Wynika to z art. 32 ust. 5 u.o.i.f., jako że stanowi on, iż obligacje zamienne lub warianty subskrypcyjne mogą być dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań, pod warunkiem, że akcje emitowane w celu realizacji uprawnień wynikających z tych papierów wartościowych są jednocześnie objęte wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na tym rynku albo są już notowane na tym samym lub na innym rynku oficjalnych notowań lub na rynku regulowanym w innym państwie członkowskim.

¹⁴⁸ Por. także *ibidem*, s. 344.

¹⁴⁹ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 151 i cytowana tam literatura.

¹⁵⁰ Por. M. Michalski, *Spółka...*, s. 345 i n.

Podobnie status dematerializacji pierwotnej przedstawia się w przypadku dokonywania emisji akcji w związku z wykonywaniem uprawnień przez obligatariuszy posiadających obligacje z prawem pierwszeństwa, których emisja może być połączona z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego¹⁵¹. Specyfika obligacji z prawem pierwszeństwa polega na tym, że uprawniają one do dokonywania zapisów na akcje w terminach wskazanych w uchwale o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego wraz z trybem obejmowania akcji właściwym dla warunkowego podwyższania kapitału, po czym dopiero po upływie tych terminów zarząd może przeznaczyć pozostałą pulę akcji z warunkowego podwyższenia do subskrypcji, przeprowadzanej zgodnie z przepisami art. 431 § 2 pkt 2 lub 3 k.s.h. i w trybie oraz terminach określonych w art. 433 i n. k.s.h., dla osób niebędących posiadaczami takich obligacji. To, czy będą nimi dotychczasowi akcjonariusze, czy osoby trzecie zależy od tego, czy zachowano, czy też uchylono prawo poboru. Także o tych obligacjach wspomina przywoływany wyżej art. 32 ust. 5 u.o.i.f.

Stosownie do art. 5 ust. 10 u.o.i.f. dematerializacja pierwotna odbywa się podstawie tzw. umowy o rejestrację zawieranej z KDPW S.A. albo ze spółką zależną od KDPW S.A., która przejęła wykonywanie niektórych czynności zastrzeżonych dla właściwości KDPW S.A., a sama czynność rejestracyjna akcji – od strony technicznej – polega na wprowadzeniu ich w drodze zapisów na odpowiednich urządzeniach ewidencyjnych do systemu depozytu papierów wartościowych. System ten stanowi wielopoziomowy układ powiązanych ze sobą urządzeń rejestracyjnych i obejmuje: 1) rachunki papierów wartościowych w znaczeniu ścisłym, w tym także rachunki zbiorcze, o których mowa w art. 8a u.o.i.f., prowadzone przez firmy inwestycyjne i banki prowadzące rachunki papierów wartościowych, tj. banki powiernicze (por. art. 119 u.o.i.f.) oraz banki prowadzące działalność maklerską (por. art. 111 i n. u.o.i.f.), zagraniczne firmy inwestycyjne i zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału (por. art. 115 u.o.i.f.), KDPW oraz spółkę, której KDPW przekazał wykonywanie czynności z zakresu prowadzenia depozytu papierów wartościowych (por. art. 48 ust. 7 i 8 u.o.i.f.); 2) tzw. rejestr sponsora; 3) konta depozytowe, czyli urządzenia ewidencyjne na poziomie centralnej instytucji depozytowej, tj. KDPW (por. art. 57 u.o.i.f.). 4) rejestr operacyjny i 5) rejestr sesji, a także 6) rachunki, na których zapisywane są papiery wartościowe dematerializowane w ramach dematerializacji pozasystemowej i wreszcie 7) rachunki, na których rejestrowane są niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego¹⁵². Czynność zapisywania papierów wartościowych na rachunkach uzależniona jest od typu normatywnego papieru wartościowego i czynności właściwych z punktu widzenia procesu

¹⁵¹ *Ibidem*, s. 347.

¹⁵² Szerzej na temat natury i zadań przypisanych tym urządzeniom ewidencyjnym por. M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 598 i n.

emisyjnego, co w przypadku akcji oznacza konieczność przedstawienia postanowienia o rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego. Urządzeniami rejestracyjnymi istotnymi z punktu widzenia bytu prawnego papierów wartościowych są, zgodnie z art. 4 ust. 1 u.o.i.f., rachunki papierów wartościowych, jak również urządzenia niebędące nominalnie rachunkami papierów wartościowych, a służące do rejestracji praw w związku z subskrypcją papierów wartościowych i prowadzone przez firmy inwestycyjne, przy czym ich cechą charakterystyczną jest zdolność do identyfikacji – podobnie jak w przypadku rachunków papierów wartościowych – osób uprawnionych z papierów (por. art. 4 ust. 2 u.o.i.f.), podczas gdy konta depozytowe służą jedynie ewidencji w ramach całego systemu depozytu papierów wartościowych, zapewniając zgodność wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych w obrocie zdematerializowanymi papierami wartościowymi (por. art. 57 ust. 2 w zw. z art. 48 ust. 1 pkt 3 u.o.i.f.)¹⁵³.

Zapis na rachunku papierów wartościowych jest bez wątpienia konsekwencją zjawiska dematerializacji papierów wartościowych, w wyniku czego dochodzi do uzewnętrznienia prawa, które zostało pozbawione, zgodnie z dyspozycją art. 5 ust. 1 *in fine* u.o.i.f., surogatu materialnego. Wobec tego po pierwsze, osiąga się skutek w postaci rozpoznania czy też identyfikacji podmiotu uprawnionego, na co wskazuje wprost art. 4 ust. 1 pkt 1 *in fine*, pkt 2 *in fine* oraz ust. 2 *in fine* u.o.i.f., a po drugie, przesądza się tym samym o bycie prawnym prawa jako przedmiotu obrotu prawnego, po trzecie zaś powyższe zdarzenie determinuje autonomiczny reżim sukcesji singularnej w zakresie zdematerializowanych papierów wartościowych¹⁵⁴. Okoliczność, że prawo majątkowe nie ma formy dokumentu modyfikuje w znacznym stopniu naturę prawną zdematerializowanego papieru wartościowego, gdyż uwarunkowaniem istnienia samego prawa jest jego poprawna rejestracja w systemie depozytu papierów wartościowych, w drodze wykorzystania zapisu na rachunku, chociaż nie oznacza to, że mamy do czynienia ze zmianą nośnika z dokumentowego na elektroniczny¹⁵⁵. Tym samym zapis na rachunku papierów wartościowych, poza funkcją techniczno-operacyjną, realizuje także zasadniczą z punktu widzenia funkcjonowania depozytu papierów wartościowych funkcję prawną. Z tej racji ustawodawca wprost w art. 7 ust. 1 u.o.i.f. zdefiniował od strony normatywnej skutki takiego zapisu, rozstrzygając jednoznacznie o ich materialnoprawnym znaczeniu. Zapis na rachunku papierów wartościowych jest nie tylko rejestracją stosunku prawnego, jaki powstaje między podmiotem upoważnionym do jego prowadzenia a posiadaczem rachunku, ale co więcej, stanowi sposób kształtowania pozycji prawnej posiadacza rachunku, ponieważ w zależności od przedmiotowego zapisu będzie on uznawany

¹⁵³ Por. także *ibidem*, s. 586 i n. oraz M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 153.

¹⁵⁴ Por. także J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 365.

¹⁵⁵ Tak zwłaszcza M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 589 i n.; odmiennie natomiast m.in. F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo...*, s. 33 oraz K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2008, s. 102 i n.

za pełnoprawnego uprawnionego z oznaczonej liczby papierów wartościowych, czego odpowiednikiem w kategoriach prawnorzeczowych jest pojęcie „własność”. Tym samym podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych nie dysponuje żadnym tytułem prawnym do zapisanych na nim papierów wartościowych, podczas gdy jego obowiązki sprowadzają się do prawidłowego prowadzenia ewidencji i dokonywania zapisów na rachunku papierów wartościowych w sposób odpowiadający istniejącemu stanowi rzeczy, tj. stosowanie do zawartych i przeprowadzonych transakcji, tudzież innych zdarzeń prawnych, na mocy których doszło do nabycia papierów wartościowych *ex lege*.

Podobnie jak w przypadku dematerializacji pierwotnej, również w przypadku dematerializacji wtórnej zachodzi konieczność zawarcia umowy o rejestrację z KDPW S.A. albo ze spółką zależną od KDPW S.A., która przejęła wykonywanie niektórych czynności zastrzeżonych dla właściwości KDPW S.A. (por. art. 5 ust. 4 u.o.i.f.). Jednocześnie dematerializacja wtórna opiera się na następującej sekwencji zdarzeń: po pierwsze, wyemitowane już, a pozostające w formie dokumentów akcje, zbierane są do depozytu prowadzonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przez firmę inwestycyjną, KDPW bądź spółkę zależną od KDPW S.A., po drugie, w następstwie zawarcia umowy o rejestrację, zapisy w rejestrze osób uprawnionych – z mocy prawa – uzyskują status zapisów na rachunkach papierów wartościowych, przy czym art. 6 ust. 4 u.o.i.f. przesądza, że z chwilą zarejestrowania tych papierów wartościowych w systemie depozytu papierów wartościowych dokumenty stanowiące dotąd materialny nośnik prawa tracą moc prawną.

Jednocześnie każda z osób uprawnionych – ujawnionych we wspomnianym rejestrze – może od tego momentu zawrzeć umowę z dowolną firmą inwestycyjną bądź bankiem prowadzącym rachunki papierów wartościowych o świadczenie usług inwestycyjnych, w tym zwłaszcza o prowadzenie rachunku papierów wartościowych, na który przedmiotowe akcje będą transferowane z rejestru osób uprawnionych¹⁵⁶.

Dematerializacja systemowa wymaga zawsze zawarcia przez emitenta papierów wartościowych z KDPW umowy o rejestrację papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych. Stroną umowy o rejestrację jest KDPW, jako że zgodnie z art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f. właśnie KDPW ustawodawca powierzył w drodze ustawy prowadzenie depozytu papierów wartościowych. Jednakże, zgodnie z art. 48 ust. 7 u.o.i.f., KDPW może w drodze pisemnej umowy przekazać wykonywanie czynności z zakresu swoich zadań ustawowych spółce zależnej od KDPW, w związku z czym umowa o rejestrację może być zawarta także ze spółką, której KDPW przekazał wykonywanie czynności w ramach powierzonych mu zadań (por. art. 5 ust. 10 u.o.i.f., a także art. 48 ust. 11 u.o.i.f.). Drugą stroną przedmiotowej umowy jest tylko emitent¹⁵⁷. W następstwie zawar-

¹⁵⁶ Por. zwłaszcza M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 610 i n.

¹⁵⁷ *Ibidem*. Warto tylko przypomnieć, że w poprzednim stanie prawnym stroną tej umowy mógł być także wprowadzający papiery wartościowe do obrotu.

cia umowy o rejestrację KDPW lub spółka przejmująca jego zadania będą wykonywały operacje w zakresie obsługi realizacji zobowiązań emitenta względem osób uprawnionych z rejestrowanych papierów wartościowych, tzn. wobec akcjonariuszy. Umowa o rejestrację stanowi zatem źródło stosunku prawnego między emitentem a podmiotem prowadzącym depozyt papierów wartościowych w zakresie rejestrowanych papierów wartościowych. Poza umową o rejestrację należy ponadto zawrzeć umowę o uczestnictwo w depozycie papierów wartościowych, o której mowa w art. 52 u.o.i.f. Niemniej warunkiem jej zawarcia przez emitenta jest uprzednie uzyskanie przez niego statusu uczestnika depozytu, co wynika z art. 51 ust. 1 u.o.i.f., zgodnie z którym KDPW lub spółka, która przejmie jego zadania realizując przypisane im zadania m.in. w zakresie depozytu papierów wartościowych, współdziałając z uczestnikami¹⁵⁸. Z racji doniosłości prawnej umowy o rejestrację, emitentowi przysługuje roszczenie o jej zawarcie, KDPW bądź spółka przejmująca jego zadania nie mają zaś podstaw do odmowy zawarcia takiej umowy. W przypadku dematerializacji akcji umowa o rejestrację papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych stanowi podstawę do zaistnienia akcji w depozycie ujmowanym funkcjonalno-systemowym (por. art. 57 ust. 1 u.o.i.f.), tj. w drodze ich zapisania na kontach depozytowych prowadzonych na poziomie KDPW, a następnie na rachunkach papierów wartościowych poszczególnych firm inwestycyjnych, będących uczestnikami KDPW, stosownie do wymogów określonych w art. 57 ust. 2 u.o.i.f., czyli przy zachowaniu zgodności liczby papierów ewidencjonowanych na poziomie KDPW ze zbiorczą liczbą papierów na poszczególnych rachunkach prowadzonych przez pośredników. Operacja wprowadzenia akcji do depozytu papierów wartościowych w ujęciu funkcjonalnym musi być poprzedzona nadaniem tym akcjom, przynajmniej te same uprawnienia i posiadającym ten sam status w obrocie, kodu ISIN (por. art. 55 ust. 1 u.o.i.f.). Tożsamość oznaczenia kodowego wyraża istotną cechę papierów wartościowych z punktu widzenia obrotu zorganizowanego, a mianowicie ich zamiennność, która oznacza tożsamość praw, dzięki której papiery takie mogą być przedmiotem obrotu masowego.

Ustawa nie precyzuje terminu, w jakim powinna zostać zawarta umowa o rejestrację, jednak nie ulega wątpliwości, że powyższe zdarzenie musi nastąpić zawsze przed zarejestrowaniem akcji w depozycie. Dopiero po takiej rejestracji, co od strony rachunkowej polega na zaewidencjonowaniu odpowiedniej liczby akcji na urządzeniach ewidencyjnych najpierw prowadzonych na poziomie centralnym, tj. KDPW (bądź spółki przejmującej jego zadania), a następnie na poziomie podstawowym, tj. firm inwestycyjnych, następuje właściwy moment kreacji zdematerializowanego papieru wartościowego. Z momentem zapisania akcji dochodzi do rejestracji na indywidualnych rachunkach papierów wartościowych, tzn. na poziomie podstawowym depozytu ujmowanego funkcjonalnie, i wów-

¹⁵⁸ Por. także R. Jurga, M. Michalski (w:) L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 726.

czas też wystąpi skutek prawny określony w art. 7 ust. 1 u.o.i.f. W konsekwencji od tego też momentu do obrotu tymi akcjami, w tym do rozporządzania nimi, stosować się będzie reżim alienacji praw określony w art. 7 ust. 2 i n. u.o.i.f.

Trzeba zwrócić uwagę na wymogi, jakie ustawa wiąże z procedurą dematerializacji akcji. Artykuł 5 ust. 8 u.o.i.f. wymaga, aby w przypadku spółki niepublicznej, która zamierza dokonać po raz pierwszy dematerializacji swoich akcji, zawarcie umowy o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych zostało poprzedzone uchwałą walnego zgromadzenia, zawierającą właściwe upoważnienie dla zarządu do działania w tym zakresie. Z treści powyższego upoważnienia powinno wyraźnie wynikać, że jest ono adresowane do zarządu spółki oraz że dotyczy czynności podejmowanych w związku: 1) z ofertą publiczną akcji, albo 2) z dopuszczaniem akcji do obrotu na rynku regulowanym, albo 3) z wprowadzeniem ich do alternatywnego systemu obrotu. W doktrynie prawa handlowego zauważa się, że jakkolwiek ustawa posługuje się sformułowaniem „upoważnienie”, nie wydaje się jednak, że musi się ono wyrażać w formule zamkniętej, tj. jednoznacznie odwoływać się do zawarcia umowy o rejestrację¹⁵⁹. Z przepisów art. 5 u.o.i.f. nie wynika bowiem, aby intencją ustawodawcy było narzucenie emitentom nadmiernej kazuistyki, sprowadzającej się do konieczności posługiwania się powtórzeniami formuł zawartych w ustawie, tym bardziej, że ustawodawca w sposób ogólny odwołuje się do przedmiotowego upoważnienia, wskazując jedynie na organ udzielający takiej autoryzacji. Artykuł 5 ust. 8 u.o.i.f. wskazuje jedynie, że powyższe upoważnienie powinno być zamieszczone w uchwale walnego zgromadzenia, przy czym przedmiotem takiej uchwały nie musi być tylko i wyłącznie problematyka udzielenia autoryzacji do czynności z KDPW lub spółką przejmującą jego zadania. Upoważnienie takie może zatem zostać zamieszczone np. w uchwale podejmowanej przez walne zgromadzenie w przedmiocie podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji nowych akcji, jego treść zaś powinna wskazywać w sposób wystarczająco jednoznaczny jego adresata, tj. zarząd oraz zakres, czyli obszar działań, jakie w związku z taką emisją zarząd spółki musi podjąć. Jedynym ograniczeniem, jakie trzeba mieć na uwadze przy udzieleniu wspomnianego upoważnienia, jest takie jego sformułowanie, żeby nie ograniczało się wyłącznie do działań (czynności) faktycznych. Jeżeli natomiast z treści upoważnienia walnego zgromadzenia będzie wynikać, że obejmuje ono swoim zakresem ogół czynności, tak prawnych, jak i faktycznych, których podjęcie jest niezbędne dla przeprowadzenia publicznej oferty, ewentualnie dla wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu, wówczas brak podstaw prawnych do kwestionowania ważności, tudzież skuteczności takiej autoryzacji. Jest więc rzeczą oczywistą, że zakres upoważnienia nie może tylko ograniczać zarządu, natomiast może posługiwać się rozmaitymi formułami, wskazując, iż

¹⁵⁹ M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 611.

obejmuje on czynności z obszaru wskazanego w art. 5 ust. 8 u.o.i.f. Dopuszczalne jest zatem zdefiniowanie zakresu przedmiotowego upoważnienia przez powołanie podstawy prawnej, czyli wspomnianego wyżej przepisu, bez konieczności dalszego rozwijania treści upoważnienia w tym zakresie. Możliwe jest również posłużenie się formułą otwartą, polegającą na odwołaniu się do wszelkich czynności, jakie są niezbędne bądź wymagane dla przeprowadzenia publicznej oferty lub odpowiednio dla wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym albo do alternatywnego systemu obrotu. W tym ostatnim przypadku nie można bowiem mieć wątpliwości, że do czynności niezbędnych lub koniecznych należy także zawarcie umowy o rejestrację¹⁶⁰.

Ustawodawca zrezygnował z wymogu udzielania każdorazowo upoważnienia do zawierania umów o rejestrację kolejnych emisji akcji w depozycie w przypadku spółki publicznej, a zatem takiej, która już wcześniej weszła w stosunek prawny z KDPW, bądź spółką, która przejmuje jego zadania w zakresie rejestracji akcji. Tym samym wymóg uzyskania upoważnienia, o jakim mowa w art. 5 ust. 8 u.o.i.f., ma charakter jednorazowy i zostaje zrealizowany w momencie zawarcia umowy o rejestrację po raz pierwszy. Trzeba mieć na uwadze okoliczność, że na podstawie umowy o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych dokonuje się jednocześnie rejestracji praw poboru akcji nowej emisji przysługujących z przedmiotowych akcji (por. art. 5 ust. 9 u.o.i.f.), jako że prawo poboru stanowi jedno z uprawnień majątkowych przysługujących z akcji, wobec czego nie ma żadnych podstaw do odrębnego potraktowania prawa poboru z akcji, które podlegają rejestracji. Stąd są one rejestrowane na podstawie tej samej umowy o rejestrację.

Jeśli chodzi o dematerializację wtórną, trzeba zauważyć, że jej istota sprowadza się do wyeliminowania formy dokumentu w przypadku wyemitowanych już i wydanych uprawnionym papierów wartościowych. Przedmiotem dematerializacji wtórnej mogą być zatem papiery wartościowe, które zaistniały w obrocie prawnym w formie tradycyjnej. Proces przeprowadzania dematerializacji wtórnej został uregulowany w art. 6 u.o.i.f., który koncentruje się na zagadnieniach formalnych, w tym wymogach niezbędnych dla przeprowadzenia dematerializacji wtórnej, powtarzając poniekąd założenia, które obowiązują w ramach dematerializacji pierwotnej, nawiązuje on bowiem do rozwiązań przewidzianych w art. 5 ust. 4 i 5 u.o.i.f., dokonując modyfikacji wynikających ze specyfiki dematerializacji wtórnej. Warto zaznaczyć, że w aktualnym stanie prawnym dematerializacja wtórna będzie zachodzić w przypadku, kiedy papiery wartościowe będą dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym oraz wówczas, gdy emitent zdecyduje o niej w związku z ofertą publiczną lub z wprowadzaniem papierów wartościowych do alternatywnego systemu obrotu (por. *arg. a contrario* ex art. 5 ust. 3 u.o.i.f.).

¹⁶⁰ *Ibidem*.

Podobnie jak w przypadku dematerializacji pierwotnej, warunkiem dematerializacji wtórnej jest zawarcie umowy z KDPW albo ze spółką zależną od KDPW, która przejęła wykonywanie niektórych zadań powierzonych ustawowo KDPW. Chodzi tutaj o umowę o rejestrację, o której mowa w art. 5 u.o.i.f. Przedmiotem tej umowy jest rejestracja papierów podlegających dematerializacji w depozycie papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f. Z natury dematerializacji wtórnej wynika wszakże zmiana w ramach procedury dematerializacyjnej. Zamiast dokonania odpowiednich zapisów na rachunkach papierów wartościowych oraz kontach depozytowych, o czym mowa w art. 57 ust. 1 i 2 u.o.i.f., z mocy prawa zapisy w ewidencji prowadzonej w związku ze zdeponowaniem papierów wartościowych w formie dokumentowej uzyskują status zapisów na rachunkach papierów wartościowych.

Przed wprowadzeniem akcji w trakcie dematerializacji wtórnej do systemu depozytu papierów wartościowych konieczne jest zebranie ich wszystkich, co oznaczają, że wydane w formie dokumentów akcje składane są do depozytu prowadzonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przez KDPW albo przez spółkę zależną od KDPW, która przejęła wykonywanie niektórych zadań powierzonych ustawowo KDPW, albo wreszcie przez firmę inwestycyjną. Depozyt taki ma charakter przejściowy i polega na przechowaniu papierów wartościowych, aż do czasu ich zarejestrowania we wspomnianym już depozycie papierów wartościowych. W przeciwieństwie do tego ostatniego depozyt na potrzeby dematerializacji wtórnej jest instytucją prawa prywatnego i z tego względu co do zasady stosuje się do niego przepisy art. 835 i n. k.c.¹⁶¹ Z racji takiego charakteru depozytu, o jakim mowa w art. 6 ust. 1 u.o.i.f., przed zawarciem umowy o rejestrację emitent akcji poddawanych dematerializacji wtórnej powinien zawrzeć umowę o przechowanie z jednym z podmiotów wskazanych w przywołanym art. 6 ust. 1 u.o.i.f. Powyższa umowa o przechowanie dotyczy papierów wartościowych oznaczonych co do tożsamości, jej treścią zaś jest ukonstytuowany po stronie przechowawcy obowiązek zapewnienia pieczy nad papierami wartościowymi złożonymi do tego depozytu przejściowego¹⁶². W następstwie tego zdarzenia przechowawca powinien sporządzić i utrzymywać w aktualnym stanie rejestr osób uprawnionych z akcji przechowywanych w depozycie wskazanym w art. 6 ust. 1 zdanie drugie u.o.i.f. Jednocześnie na mocy art. 6 ust. 2 u.o.i.f. zamiast wydania rzeczy przechowywanych w niepogorszonym stanie, podlegające przechowaniu w depozycie przejściowym akcje tracą swoją moc prawną, a w ich miejsce pojawiają się zapisy w rejestrze osób uprawnionych. Co więcej, ustawa zrównuje wspomniane zapisy co do ich charakteru prawnego z zapisami na właściwych rachunkach papierów wartościowych. Skutek ten następuje z chwilą wprowadzenia zdeponowanych akcji do systemu depozytu papierów wartościowych, czyli po zawarciu umowy o rejestrację,

¹⁶¹ Por. m.in. R. Czerniawski (w:) R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 252.

¹⁶² Por. M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 618.

o jakiej mowa w art. 5 ust. 4 u.o.i.f. Ustawa przesądza też w sposób kategoryczny, że zarejestrowanie akcji w systemie depozytu papierów wartościowych pozbawia dotychczas przechowywane w depozycie przejściowym akcje, pozostające w formie dokumentów, znaczenia prawnego. Tym samym dokumenty pozostające w depozycie przejściowym będą posiadać czysto archiwalne, tudzież kolekcjonerskie znaczenie, niemniej nie mogą być już przedmiotem obrotu prawnego.

Jakkolwiek ustawa milczy na temat momentu, z jakim zapisy w rejestrze osób uprawnionych uzyskują status równorzędny zapisom na rachunkach papierów wartościowych, to jednak nie ulega wątpliwości, że skutek ten nastąpi po zawarciu umowy o rejestrację, o jakiej mowa w art. 5 ust. 4 u.o.i.f.¹⁶³ Skutek ten jest równoważny zapisaniu papierów wartościowych po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych, co w świetle art. 7 ust. 1 u.o.i.f. konstituuje papiery wartościowe zdematerializowane w ramach dematerializacji systemowej jako przedmiot obrotu prawnego. Każdy z uprawnionych ujawnionych w rejestrze osób uprawnionych może od chwili zarejestrowania akcji podanych dematerializacji wtórnej w systemie depozytu papierów wartościowych według własnego wyboru zawrzeć umowę o świadczenie usług maklerskich z wybraną firmą inwestycyjną, na mocy której firma inwestycyjna będzie prowadzić rachunek papierów wartościowych, na który zostanie dokonany transfer akcji zapisanych w rejestrze osób uprawnionych.

Rozważając model dematerializacji wtórnej trzeba skonstatować, że papiery wartościowe poddane jej nie odzyskują swojej pierwotnej mocy prawnej. Możliwe będzie jedynie przeprowadzenie operacji rematerializacji, ale tylko wtedy, kiedy przepisy prawa na to zezwalają, co w świetle art. 91–92 u.o.p. dopuszczalne jest w stosunku do akcji. Wówczas emitent będzie zobowiązany do wydania aktualnym akcjonariuszom spółki nowych dokumentów akcji.

2.4. Zniesienie dematerializacji systemowej akcji

2.4.1. Procedura zniesienia dematerializacji akcji

Zniesienie dematerializacji systemowej może polegać albo na tzw. rematerializacji, będącej odwrotnością zjawiska dematerializacji, co polega na utrwaleniu prawa w nośniku materialnym, tzn. w postaci dokumentu, albo na zastąpieniu dematerializacji systemowej dematerializacją autonomiczną¹⁶⁴. Z uwagi na okoliczność, że akcje nie mogą podlegać dematerializacji autonomicznej, w ich przypadku rematerializacja sprowadza się wyłącznie do nadaniu akcjom wymiaru prawnorzeczowego przez inkorporację prawa akcyjnego w dokument.

¹⁶³ Tak przede wszystkim M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 618.

¹⁶⁴ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 153.

Zniesienie dematerializacji akcji, określane w doktrynie prawa także jako rematerializacja¹⁶⁵, oznacza proces odwrotny do procesu dematerializacji, tj. przywrócenie akcjom formy materialnej, a zatem opartej na nośniku dokumentowym, co w przypadku dematerializacji wtórnej będzie oznaczać restytucję stanu poprzedniego, natomiast w przypadku dematerializacji pierwotnej, będzie stanowić nowy jakościowo stan zaistnienia papieru wartościowego w obrocie prawnym. Rematerializacja polegająca na nadaniu, względnie przywróceniu papierom wartościowym nośnika materialnego *de iure* oznacza powrót do tradycyjnego reżimu obrotu, czyli takiego, który oparty jest na zmodyfikowanych regułach obrotu prawnorzecзовego. Osobom uprawnionym ze zdematerializowanych papierów wartościowych wydawane są zatem dokumenty inkorporujące określone prawa podmiotowe, podczas gdy dotychczasowe zapisy na rachunkach papierów wartościowych tracą swoją moc prawną. Wydanie dokumentu akcji rodzi oczywiście konsekwencje, jej posiadacz bowiem musi dokonać wyboru odpowiedniego miejsca jej przechowywania w taki sposób, aby zapewnić minimum bezpieczeństwa nie tylko z uwagi na ryzyko jej kradzieży, ale także możliwe przypadki uszkodzenia lub nawet zniszczenia na skutek różnorodnych okoliczności zewnętrznych, jak pożar, zalanie, wybuch itp. Co więcej, zmienia się także reżim legitymacyjny związany z wykonywaniem uprawnień akcyjnych, a przede wszystkim z uczestniczeniem w walnym zgromadzeniu, jako że właściwy w tym momencie staje się przepis art. 406 k.s.h., odwołujący się do konieczności każdorazowego składania dokumentu akcji w spółce – ewentualnie u notariusza, w banku lub w firmie inwestycyjnej, mających siedzibę bądź oddział na terytorium Unii Europejskiej lub państwa będącego stroną OECD – przed terminem walnego zgromadzenia.

Od strony regulacji prawnych proces rematerializacji, jego przesłanki oraz warunki umożliwiające przeprowadzanie go określają art. 91–92 u.o.p., które odwołują się jedynie do akcji, pozostawiając poza rozstrzygnięciem normatywnym pozostałe typy papierów wartościowych występujące w polskim porządku prawnym. Przywołane przepisy ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych znajdują się – z punktu widzenia systematyki tego aktu prawnego – w rozdziale 5 „Zniesienie dematerializacji akcji”, jednakże, jak podkreśla się w literaturze przedmiotu, *de facto* obejmuje on problematykę utraty przez spółkę publiczną jej formalnego statusu ustrojowego spółki publicznej¹⁶⁶. Oceniając rematerializację od strony genezy tego zjawiska, trzeba zauważyć, że zostało ono uregulowane po raz pierwszy w przepisach ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r., co wiąże je z wprowadzeniem pełnej dematerializacji papierów wartościowych. Zniesienie demateriali-

¹⁶⁵ Por. zwłaszcza M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 612 oraz *idem* (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 556 i n.

¹⁶⁶ M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 8.

zacji stanowi więc proces odwrotny, jakim jest przywracanie prawom zapisanym na rachunkach papierów wartościowych statusu tradycyjnych papierów wartościowych. Ustawa z 1997 r. stanowiła o „uchyleniu decyzji o wyrażeniu zgody na wprowadzenie [...] akcji do publicznego obrotu”, warunkowanym – podobnie jak w obecnym stanie prawnym – przeprowadzeniem publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji tej spółki. Rozwiązanie obowiązujące obecnie bazuje zatem na poprzednim modelu rematerializacji akcji, chociaż w warstwie terminologicznej ustawa nie posługuje się już stwierdzeniem o „wycofywaniu akcji z publicznego obrotu”, skoro pojęcie „publiczny obrót” zostało pozbawione znaczenia prawnego w aktualnym stanie prawnym.

Na gruncie przepisów rozdziału 5 u.o.p. rozróżnia się dwie rodzajowo odmienne sytuacje, obejmujące zbliżone stany faktyczne, tj. zdarzenia rodzące obowiązek rematerializacji akcji oraz przypadki, kiedy zniesienie dematerializacji akcji pozostawione jest do samodzielnej decyzji spółki, co w doktrynie prawa określa się mianem rematerializacji fakultatywnej¹⁶⁷. W przeciwieństwie do rematerializacji fakultatywnej rematerializacja obligatoryjna obejmuje enumeratywnie wskazane w ustawie zdarzenia, jak: 1) ogłoszenie upadłości likwidacyjnej spółki publicznej; 2) oddalenie wniosku o ogłoszenie tej upadłości ze względu na to, że majątek spółki nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania; 3) przekształcenie spółki publicznej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w inną spółkę niż spółka akcyjna; 4) połączenie spółki publicznej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej z inną spółką; 5) podział spółki publicznej, w przypadku gdy akcje spółki lub spółek nowo zawiązanych lub przejmujących nie są zdematerializowane; 6) wycofanie z obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej akcji spółki publicznej dopuszczonych do tego obrotu, które są jednocześnie przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w innym państwie. Ponadto ustawa wprowadza dodatkowe rozróżnienie w ramach powyższych zdarzeń na zdarzenia rodzące obowiązek rematerializacji z uwzględnieniem trybu formalnego oraz zdarzenia, które skutek w postaci zniesienia dematerializacji akcji wywołują *ex lege*, aczkolwiek z zastrzeżeniem warunku w postaci zezwolenia KNF¹⁶⁸.

Ustawodawca uzależnił przeprowadzenie rematerializacji od ogłoszenia tzw. publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki, której akcje podlegają temu procesowi, zwanego też w literaturze „wezwaniami delistującym”¹⁶⁹, gdyż w jego efekcie dochodzi z reguły do wycofania akcji z rynku regulowanego. Ogłoszenie tego wezwania ma na celu zapewnienie wszystkim

¹⁶⁷ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 557.

¹⁶⁸ Tak zwłaszcza M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 558; odmiennie natomiast D. Gago-Rudnicka, S. Jaszuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 386 i n., którzy piszą o wyłączności zgody KNF.

¹⁶⁹ Por. D. Gago-Rudnicka, S. Jaszuk M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 387.

akcjonariuszom możliwości sprzedaż akcji pozostających w formie zdematerializowanej przed tym jak przybiorą one formę dokumentową, ponieważ rematerializacja akcji *de facto* będzie prowadzić do takich następstw, jak obniżenie poziomu płynności obrotu tymi akcjami, potrzeba zapewnienia odpowiedniego przechowywania dokumentów akcji czy zmiana ryzyk z właściwych papierów wartościowym zdematerializowanym na ryzyka właściwe dla papierów wartościowych w formie dokumentów (np. ryzyko utraty bądź zniszczenia nośnika materialnego). Obowiązek ogłoszenia wezwania zabezpiecza z jednej strony interes akcjonariuszy, którzy nie są zainteresowani wyjściem ze spółki, podczas gdy z drugiej strony dyscyplinuje inicjatorów rematerializacji, oni bowiem właśnie, zgodnie z art. 91 ust. 6 u.o.p. – przed podjęciem decyzji przez walne zgromadzenie – muszą ogłosić przedmiotowe wezwanie. W doktrynie prawa handlowego podkreśla się, że decyzja o rematerializacji nie może być pochopna i wymaga – z racji ogłoszenia wezwania – zaangażowania znacznych środków finansowych¹⁷⁰. Dodatkowym zabezpieczeniem interesu akcjonariuszy, którzy zdecydują się na przystąpienie do publicznego wezwania, co jest równoznaczne z ich wycofaniem się ze spółki, jest mechanizm zapewniający uzyskanie przez nich tzw. godziwej ceny, która jest jednym z elementów wspomnianego wezwania. Artykuł 91 ust. 6 zdanie drugie u.o.p. odsyła w tej kwestii do odpowiednie stosowania art. 77–79 u.o.p., wobec czego także do art. 79 u.o.p. regulującego cenę, po jakiej dokonuje się nabycia akcji w ramach wezwania¹⁷¹. Z art. 91 ust. 6 u.o.p. wynika wprost, że wezwanie ogłaszane w związku z procedurą rematerializacji akcji ogranicza się wyłącznie do ich sprzedaży, w związku z czym nie znajdują w tym momencie zastosowania art. 73–74 u.o.p. regulujące wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę papierów wartościowych. Oznacza to, że ustawodawca zapewnia akcjonariuszom zdecydowanym do wyjścia ze spółki otrzymanie zawsze ekwiwalentu pieniężnego. Wezwanie związane z rematerializacją akcji przeprowadza się na podstawie art. 77–79 u.o.p., a zatem z przepisów tych wynika jedynie obowiązek do ogłoszenia wezwania, podczas gdy akcjonariusze, do których jest ono kierowane, swobodnie podejmują decyzje o przystąpieniu do niego.

Zobowiązanymi do ogłoszenia wezwania, w myśl art. 91 ust. 6 zdanie pierwsze u.o.p., są akcjonariusz bądź grupa akcjonariuszy, żądający umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia spółki publicznej sprawy podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji. Jedynie w sytuacji, gdy z wnioskiem o umieszczenie przedmiotowej uchwały wystąpią wszyscy akcjonariusze spółki, obowiązek ogłoszenia wezwania nie ulega konkretyzacji, co przesądza art. 91

¹⁷⁰ Por. również R. Jurga, M. Michalski (w:) L. Sobolewski (red.), *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 802; także M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 559.

¹⁷¹ Por. także A. Waclawik-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.

ust. 8 u.o.p. Wynika stąd, że zdarzeniem inicjującym cały proces rematerializacji akcji jest wystąpienie z wnioskiem w trybie art. 400 § 1 k.s.h. o umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy rematerializacji akcji. Wtedy też możliwe jest ustalenie, czy w konkretnym stanie faktycznym powinno dojść do ogłoszenia wezwania, czy też wezwanie jest bezprzedmiotowe w świetle przywołanego art. 91 ust. 8 u.o.p. Wezwanie powinno być więc ogłoszone, a także przeprowadzone, w okresie między wystąpieniem z wnioskiem o umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy zniesienia dematerializacji akcji a momentem, na jaki zostało zwołane walne zgromadzenie. Wystąpienie z wnioskiem jest zatem punktem początkowym dla całego procesu znoszenia dematerializacji akcji. Skoro więc zdarzeniem końcowym – dla procesu korporacyjnego, ale nie administracyjnego – jest walne zgromadzenie, czy, ściślej, chwila podjęcia przez walne zgromadzenie spółki uchwały w sprawie zniesienia dematerializacji jej akcji, wezwanie powinno odbyć się w okresie między tymi dwoma momentami¹⁷². Należy przy tym zaznaczyć, że mamy tutaj do czynienia z trybem formalnym zwołania walnego zgromadzenia spółki publicznej, a zatem decydujące znaczenie ma art. 402¹ § 2 k.s.h., zgodnie z którym ogłoszenie o zwołaniu walnego zgromadzenia spółki publicznej powinno być dokonane na co najmniej 26 dni przed terminem walnego zgromadzenia. W doktrynie prawa handlowego słusznie się zauważa, że określona przez ustawodawcę sekwencja zdarzeń warunkujących wystąpienie z wnioskiem do KNF o zniesienie dematerializacji akcji, w ramach której ogłoszenie (a co za tym idzie – założenie przeprowadzenia) wezwania następuje przed odbyciem walnego zgromadzenia, na którym ma zapaść decyzja w sprawie rematerializacji akcji, oznacza, iż zamyśłem ustawodawcy było doprowadzenie do sytuacji, w której w przedmiotowym walnym zgromadzeniu uczestniczą akcjonariusze zainteresowani w przywróceniu akcjom formy dokumentowej, co wiąże się ze zmianą w międzyczasie struktury osobowej walnego zgromadzenia¹⁷³.

W świetle art. 91 u.o.p. jeden z warunków rematerializacji akcji spółki publicznej stanowi wystąpienie przez inicjatorów procesu zniesienia dematerializacji akcji z formalnym wnioskiem o umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały o rematerializacji akcji. Tym samym jako jedyny właściwy w tym względzie dopuszczalny tryb postępowania art. 91 ust. 5 u.o.p. przywołuje tryb wskazany w art. 400 § 1 k.s.h. Powołany przepis przewiduje, że uprawnienie do wystąpienia z wnioskiem o umieszczenie określonych spraw w porządku obrad walnego zgromadzenia przysługuje akcjonariuszowi lub akcjonariuszom reprezentującym co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego spółki. Brak podstaw do twierdzenia, że nie znajduje tutaj zastosowania dyspozycja z art. 400 § 1 k.s.h., w myśl której statut spółki może wspomnianą kompetencję przyznać akcjonariuszowi bądź akcjonariuszom reprezentującym

¹⁷² Tak też M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 560.

¹⁷³ M. Dyl, *Wycofanie akcji spółki publicznej z obrotu publicznego*, PPH 2004, nr 9, s. 30 i n.

mniej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego¹⁷⁴. Odwołanie się do trybu z art. 400 § 1 k.s.h. warunkuje również tryb zwołania walnego zgromadzenia, gdyż może być to wspomniany już wyłącznie tryb formalny z art. 402¹ § 2 k.s.h., co i tak z reguły zachodzi w przypadku spółek publicznych.

Trzeba w tym miejscu zauważyć, że akcjonariusz lub akcjonariusze inicjujący proces rematerializacji akcji mogą nabywać akcji spółki, objęte zamiarem zniesienia dematerializacji, tylko w ramach ogłoszonego wezwania, co oznacza, że związani są okresem płynącym od zgłoszenia żądania w trybie art. 400 § 1 k.s.h. do momentu zakończenia wezwania, zgodnie z warunkami jego przeprowadzenia. W konsekwencji wspomniani akcjonariusze związani są zakazem nabywania akcji poza ramami wezwania w okresie dłuższym niż wynikający z art. 77 ust. 4 u.o.p.¹⁷⁵ Problematyczne pozostaje wszakże stosowanie, w przypadku naruszenia przedmiotowego ograniczenia, sankcji z art. 89 ust. 2b u.o.p., jako że art. 91 ust. 6 u.o.p. odwołuje się jedynie do odpowiedniego stosowania art. 77–79 u.o.p., przemilczając wspomniany art. 89 ust. 2b u.o.p., podczas gdy w hipotezie tego ostatniego mieszczą się jedynie przypadki naruszeń m.in. art. 77 u.o.p., niemniej stosowanego wprost, a nie odpowiednio na zasadzie odesłania¹⁷⁶.

Skoro zniesienie dematerializacji akcji spółki publicznej wywołuje daleko-
siężne konsekwencje, podjęcie uchwały walnego zgromadzenia w sprawie zniesienia dematerializacji akcji wymaga zawsze większości kwalifikowanej – poprzednio statuowanej na poziomie czterech piątych – wynoszącej dziewięć dziesiątych głosów oddanych¹⁷⁷, przy kworum skonstruowanym w oparciu o wielkość kapitału zakładowego, stanowiącym nie mniej niż jego połowę. Jednak warto zwrócić uwagę, że art. 91 ust. 4 u.o.p. niezbyt precyzyjne posługuje się konstrukcją wspomnianego kworum, gdyż mowa w nim o „akcjonariuszach reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego”, podczas gdy chodzi tutaj o akcjonariuszy posiadających akcje reprezentujące wspomnianą wielkość kapitału zakładowego. Uwarunkowanie skuteczności procesu rematerializacji akcji spółki publicznej uchwałą walnego zgromadzenia w sprawie zniesienia dematerializacji stanowi sytuację symetryczną dla momentu początkowego dla procesu dematerializacji, a mianowicie dla uchwały walnego zgromadzenia, o jakiej mowa w art. 5 ust. 8 u.o.i.f., zawierającej upoważnienie do zawarcia przez spółkę umowy o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych.

Po wyczerpaniu procedury korporacyjnej spółka składa wniosek do KNF o udzielenie zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu (por. art. 91 ust. 1 u.o.p.), załączając do niego odpis uchwały walnego zgromadzenia w spra-

¹⁷⁴ Odmiennie natomiast A. Waclawik-Wejman (w:) T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 659, aczkolwiek bez argumentacji swojego stanowiska.

¹⁷⁵ Tak też A. Waclawik-Wejman (w:) T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 661.

¹⁷⁶ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 561.

¹⁷⁷ Podniesienie wymaganej większości z 4/5 na większość 9/10 przewidziano ustawą z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 615).

wie zniesienia dematerializacji akcji (por. art. 91 ust. 4 zdanie drugie u.o.p.). Wypada podkreślić, że stroną tego postępowania administracyjnego jest spółka, nie zaś jej akcjonariusze, przy czym w literaturze przedmiotu podnosi się, że przedmiotowa decyzja KNF ma charakter związany¹⁷⁸, czyli nie jest wydawana w ramach swobodnego uznania, wobec czego obowiązana jest ona do rozstrzygnięcia pozytywnego, o ile wszystkie przesłanki ustawowe zostały spełnione. W decyzji o udzieleniu zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu KNF określa termin – jednak nie dłuższy niż miesiąc – po upływie którego mają nastąpić skutki zniesienia dematerializacji (por. art. 91 ust. 2 u.o.p.).

Na gruncie przepisów ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych można wyróżnić także szczególne przypadki rematerializacji, które występują wówczas, gdy zniesienie dematerializacji następuje bez konieczności spełnienia wymogów określonych w art. 91 ust. 2–8 u.o.p., czyli bez przeprowadzenia procedur, zarówno korporacyjnej, jak i administracyjnej. Do przypadków szczególnych rematerializacji należą zatem:

- 1) ogłoszenie upadłości emitenta akcji,
 - 2) oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości emitenta ze względu na okoliczność, że jego majątek nie wystarcza lub wystarcza jedynie na zaspokojenie kosztów postępowania,
- co z punktu widzenia art. 91 ust. 9 u.o.p. stanowi katalog zamknięty.

Mamy tutaj do czynienia ze stanami, w których albo dochodzi do eliminacji spółki z obrotu prawnego, albo co prawda nie dochodzi do tej eliminacji, niemniej spółka znajduje się w takiej sytuacji finansowo-majątkowej, że będzie stanowić poważne ryzyko dla pozostałych uczestników obrotu prawnego, wobec czego powinna być pozbawiona przynajmniej statusu spółki publicznej. Jest to sygnał ostrzegawczy dla wszystkich, aby nie wchodzić w relacje gospodarcze z taką spółką. Doceniając wagę zniesienia dematerializacji w przypadkach, gdy zachodzi konieczność zapewnienia pewności pozostałym uczestnikom obrotu, ustawodawca przyznał KDPW S.A. w art. 91 ust. 9a u.o.p. uprawnienie szczególne o charakterze prawnokształtującym do jednostronnego rozwiązania umowy o rejestrację akcji. W ten sposób wyposażył on KDPW w instrumentarium usprawniające procedurę przechodzenia z instrumentu zdematerializowanego, umiejscowionego w szczególnym reżimie obrotu, jakiego zręby tworzą przepisy art. 7 u.o.i.f. w tradycyjny papier wartościowy, oparty na konstrukcji wynikającej z art. 921⁶ k.c.

W odniesieniu do szczególnych przypadków rematerializacji, ustawa określa terminy, w jakich następuje skutek właściwy zniesieniu dematerializacji. W razie wydania postanowienia o upadłości, termin ten wynosi sześć miesięcy od uprawomocnienia się tego postanowienia. W przypadku zaś oddalenia wnios-

¹⁷⁸ Tak zwłaszcza A. Wacławik-Wejman [w:] T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 662.

ku o ogłoszenie upadłości emitenta ze względu na okoliczność, iż jego majątek nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania bądź wystarcza jedynie do ich pokrycia, termin ten wynosi sześć miesięcy od dnia uprawomocnienia się tego postanowienia. Należy zatem przyjąć, że z upływem wspomnianego terminu spółka przestaje podlegać szczególnemu reżimowi właściwemu dla spółek publicznych, tj. ustają względem niej regulacje szczególne wprowadzające odmienności na płaszczyźnie dystrybucji informacji oraz na płaszczyźnie normującej szczególne obowiązki obciążające akcjonariuszy spółek publicznych, a nadto ustają regulacje wprowadzające odmienności względem tzw. spółki modelowej, czyli w płaszczyźnie ustrojowo-konstrukcyjnej.

Ponadto, tj. poza przypadkami szczególnymi, ustawa rozpoznaje także rematerializację obligatoryjną. Zalicza do niej przypadki transformacji z udziałem spółki publicznej oraz przypadki wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym. Jeżeli chodzi o przekształcenie spółki akcyjnej w inną spółkę handlową niż spółka akcyjna, rematerializacja akcji wiąże się z tym faktem, że skoro art. 551 § 1 k.s.h. dopuszcza przekształcenie spółki akcyjnej w każdy typ normatywny spółki handlowej, to skutkiem takiego procesu jest zmiana postaci normatywnej spółki, w konsekwencji czego dochodzi do utraty bytu prawnego przez akcje jako takie. Skoro zatem skutkiem przekształcenia będzie zmiana statusu akcjonariusza na status wspólnika spółki handlowej, konieczne jest przeprowadzenie uprzedniej rematerializacji akcji, tak aby można było zastosować procedury przewidziane w przepisach działu III tytuł IV k.s.h. Obowiązek rematerializacji w związku z przekształceniem w inny typ spółki handlowej dotyczy tylko takiej spółki publicznej, której akcje były przedmiotem oferty publicznej lub są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Drugi z przypadków rematerializacji obligatoryjnej obejmuje proces łączenia spółek, tj. spółki publicznej, której akcje były przedmiotem oferty publicznej lub są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, z inną spółką jako spółką przejmującą, o ile akcje tej ostatniej nie podlegają dematerializacji. Podobnie rzecz się ma, gdy w wyniku połączenia dochodzi do zawiązania nowej spółki (por. art. 492 § 1 pkt 2 k.s.h.), akcje zaś tej ostatniej również nie będą podlegać dematerializacji. Rematerializacja obligatoryjna została także przewidziana na okoliczność procesu podziału spółki publicznej, której akcje były przedmiotem oferty publicznej lub są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, o ile akcje spółki przejmującej bądź spółki nowo zawiązanej (por. art. 529 § 1 k.s.h.) nie będą zdematerializowane.

Ustawa odnosi proces rematerializacji obligatoryjnej również w wypadku wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym. Po pierwsze, chodzi tutaj o wycofanie akcji z rynku regulowanego prowadzonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które są jednocześnie przedmiotem obrotu na rynku regulowanym prowadzonym na terytorium innego państwa (por. art. 92 pkt 3 u.o.p.). W takiej sytuacji obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji dotyczy tylko akcji, które zostały nabyte na rynku regulowanym prowadzonym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i pozostają zapisane na rachunkach pa-

pierów wartościowych w ramach systemu depozytu papierów wartościowych, przy czym miarodajny na potrzeby wezwania jest stan na koniec trzeciego dnia od dnia ogłoszenia wezwania, wówczas bowiem dokonane będą zapisy w wyniku rozliczenia transakcji zawartych przed dniem ogłoszenia wezwania. Po drugie, rematerializacja obligatoryjna dotyczy również wycofania z obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej akcji spółki publicznej z siedzibą w innym państwie, które są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym wyłącznie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, z tym że obowiązek ogłoszenia wezwania dotyczy akcji tej spółki, które zostały nabyte w wyniku transakcji zawartych w obrocie na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i są zapisane na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych na tym terytorium według stanu na koniec trzeciego dnia od dnia ogłoszenia tego wezwania (por. art. 92 pkt 4 u.o.p.).

2.4.2. Skutki zniesienia dematerializacji akcji

Zniesienie dematerializacji akcji spółki publicznej wywołuje skutki w dwóch obszarach, tj. publiczno- oraz prywatnoprawnym, w ramach których następstwa tego zdarzenia są niezwykle doniosłe. Po pierwsze w wymiarze instytucjonalnym, ponieważ prowadzą do zmiany pozycji spółki w obrocie i w relacjach z jego innymi uczestnikami, po drugie w wymiarze indywidualnym, tj. zarówno dla członków organów spółki, ale także dla jej akcjonariuszy. W pierwszym przypadku spółka traci status formalny spółki publicznej. Na skutek tego przestaje podlegać szczególnemu reżimowi właściwemu dla spółek publicznych. Oznacza to, że ustają względem niej regulacje szczególne wprowadzające odmienności na płaszczyźnie dystrybucji informacji oraz na płaszczyźnie normującej szczególnie obowiązki obciążające akcjonariuszy spółek publicznych¹⁷⁹. Ponadto z mocy wyraźnego rozstrzygnięcia ustawodawcy przewidzianego w art. 91 ust. 10 u.o.p., w terminie określonym w decyzji KNF dochodzi do wycofania akcji podlegających procedurze rematerializacji z obrotu na rynku regulowanym. Natomiast w drugim przypadku względem spółki ustają regulacje wprowadzające odmienności – względem tzw. spółki modelowej – wyznaczające specyfikę spółki publicznej na płaszczyźnie ustrojowo-konstrukcyjnej. W efekcie spółka traci swój przymiot spółki specjalistycznej. Za błędny należy jednak uznać pogląd zaprezentowany w literaturze przedmiotu, zgodnie z którym powyższe zmiany są następstwem decyzji KNF¹⁸⁰, gdyż stanowi ona tylko jeden z elementów – jakkolwiek prawnokształtujący – stanu faktycznego, określonego w art. 91 ust. 2–8

¹⁷⁹ Por m.in. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 8 oraz K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 530.

¹⁸⁰ Tak A. Waclawik-Wejman (w:) T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 662 oraz D. Gago-Rudnicka, S. Jaszuk M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 389; a także, jak się wydaje, K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 528.

u.o.p. i dopiero konkretyzacja tego stanu faktycznego rodzi wspomniane skutki o charakterze prywatno- oraz publicznoprawnym¹⁸¹. Podobnie zniesienie dematerializacji akcji prowadzi także do wycofania akcji z alternatywnego systemu obrotu, ponieważ zgodnie z art. 5 ust. 1 pkt 3 u.o.i.f. papiery wartościowe wprowadzone wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu mogą mieć formę dokumentów, w tym bowiem przypadku dematerializacja ma charakter fakultatywny¹⁸². Oczywiście z punktu widzenia praktyki rynkowej konieczność takiego wycofania pojawi się wówczas, gdy dematerializacja papierów wartościowych została uwzględniona jako element zasad funkcjonowania konkretnego alternatywnego systemu obrotu, co występuje chociażby w przypadku NewConnect prowadzonego przez GPW S.A.

Słusznie podkreśla się w doktrynie prawa, a pogląd ten jest powszechnie akceptowany, że decyzja KNF stanowi decyzję związaną, ponieważ organ nadzoru nie bada celowości ani zasadności wniosku spółki o zniesienie dematerializacji akcji, a jedynie ogranicza się do przeprowadzenia weryfikacji formalnej, czyli dokonywanej pod kątem zadośćuczynienia wymogom z art. 91 u.o.p.¹⁸³, brak tutaj zatem miejsca na rozstrzygnięcia merytoryczne. Dodatkowo KNF nie zajmuje stanowiska w przedmiocie skutków zniesienia dematerializacji dla sytuacji akcjonariuszy, zwłaszcza drobnych i mniejszościowych, czy jej wpływu na sytuację na rynku akcji, jak chociażby na jego płynność.

Z techniczno-prawnego punktu widzenia proces rematerializacji wymaga dokonania operacji zniesienia zapisów na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez firmy inwestycyjne lub uprawnione do tego banki, co będzie oznaczać wyrejestrowanie przedmiotowych akcji z systemu depozytu papierów wartościowych, wraz z jednoczesnym wydaniem uprawnionym dokumentów akcji. Zgodnie z przepisami kodeksu spółek handlowych akcje w formie dokumentów wydawane są akcjonariuszom przez spółkę (por. art. 328 § 5 k.s.h.). Mając na uwadze powyższe rozstrzygnięcie ustawowe, art. 91 ust. 11 u.o.p. nakazuje, aby uczestnicy KDPW – tj. w tym wypadku podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych, na których zapisane były wyrejestrowywane akcje – przekazali spółce dane osobowe akcjonariuszy, na rzecz których były prowadzone przedmiotowe rachunki papierów wartościowych, ze wskazaniem liczby akcji na nich zapisanych na dzień zniesienia dematerializacji, czyli na dzień wskazany w decyzji KNF, o jakim mowa w art. 91 ust. 2 u.o.p. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych jako podmiot organizujący system depozytu papierów wartościowych został umocowany do określenia terminu, w jakim ma nastąpić przekazanie wspomnianych danych. Odpowiednio też, w sytuacji gdy akcje podlegające rematerializacji były rejestrowane w systemie prowadzonym przez

¹⁸¹ M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 563.

¹⁸² *Ibidem*. Odmienne m.in. A. Waclawik-Wejman (w:) T. Sójka (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 662; podobnie D. Gago-Rudnicka, S. Jaszuk M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 389.

¹⁸³ Tak za wielu por. K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 528.

spółkę zależną od KDPW S.A., której zostały przekazane czynności zastrzeżone na rzecz KDPW, obowiązek do wskazania terminu oraz nadzorowania procesu wyrejestrowywania akcji z systemu depozytu papierów wartościowych spoczywa na rzecznej spółce (por. art. 91 ust. 12 u.o.p.). Warto zauważyć, że ustawa nie nakłada na KDPW obowiązku koordynacji procesu przekazywania danych osobowych akcjonariuszy, a jedynie ogranicza jego aktywność do oznaczenia terminów, w jakich ma to nastąpić. Spółka jest zatem zdana na poszczególnych uczestników systemu depozytowego, przy czym – o ile nie ma z nimi zawartych odpowiednich umów – nie może w żaden sposób wpływać na firmy inwestycyjne i banki, w tym również ich dyscyplinować, w celu zobowiązania ich do rzetelnego i starannego przekazania powyższych informacji.

Na podstawie wspomnianych danych osobowych akcjonariuszy przekazanych spółce, przygotowuje ona i wydaje dokumenty akcji akcjonariuszom. W literaturze przedmiotu prezentowane jest stanowisko, w myśl którego na potrzeby wydania dokumentów akcji przez spółkę przywoływane są terminy z art. 328 § 5 k.s.h.¹⁸⁴, tymczasem termin ten nie znajduje zastosowania do tej procedury, gdyż nie można się do niego odwołać nawet na zasadzie analogii, ponieważ odnosi się on do roszczenia pierwotnego, powstałego w sytuacji akcji nowo wyemitowanych¹⁸⁵. Z punktu widzenia relacji spółka – akcjonariusz, zachodzącej w ramach procesu rematerializacji akcji, spółka zobowiązana jest do wydania dokumentów akcji. Ustawa nie precyzuje terminów, w jakich ma nastąpić przedmiotowe wydanie, toteż znajdzie w tym momencie zastosowanie reguła ogólna z art. 455 k.c., zgodnie z którą wydania należy dokonać niezwłocznie po wezwaniu spółki przez akcjonariusza do wydania akcji¹⁸⁶. Nie można też zgodzić się z twierdzeniem, że w okresie między zaprzestaniem obrotu akcjami podlegającymi rematerializacji na rynku regulowanym a wydaniem przez spółkę dokumentów akcji, akcje mogą być jedynie przedmiotem umów zobowiązujących do ich przeniesienia¹⁸⁷. Tymczasem zachodzi tutaj sytuacja, gdzie w obrocie prawnym występuje prawo o charakterze majątkowym, co do którego znajduje zastosowanie dyspozycja z art. 57 § 1 k.c., wobec czego – w razie braku jakiegokolwiek przepisu ograniczającego rozporządzalność tego prawa – należy przyjąć, że może być ono przenoszone w trybie i ze skutkami przelewu wierzytelności (por. art. 509 i n. k.c.). Okoliczność, że nie wydano jeszcze nośników materialnych tego prawa powoduje, iż do czasu tego wydania nie podlega ono reżimowi określonemu w dziale II tytuł XXXVII k.c.¹⁸⁸

¹⁸⁴ Tak zwłaszcza D. Gago-Rudnicka, S. Jaszuk M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 468 oraz K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 531.

¹⁸⁵ Tak przede wszystkim M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 563.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

¹⁸⁷ Odmienne zaś D. Gago-Rudnicka, S. Jaszuk M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 468.

¹⁸⁸ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 564.

Szczególna sytuacja będzie zachodzić w przypadku rematerializacji akcji imiennych, ponieważ akcjonariusze z takich akcji pozostają nadal wpisani do księgi akcyjnej prowadzonej przez spółkę (por. art. 341 § 1 k.s.h.), tudzież na zlecenie spółki przez bank lub firmę inwestycyjną mającą siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (por. art. 342 k.s.h.), jednak dodatkowo muszą im być wydane dokumenty akcji imiennych, a każde rozporządzenie tymi akcjami wymaga od tego momentu – poza innymi aktami faktycznymi, o jakich mowa w art. 339 k.s.h. – odpowiedniego wpisu do księgi akcyjnej, który zgodnie z art. 341 § 2 k.s.h. dokonywany jest zawsze na żądanie uprawnionego.

3. SPECYFIKA SPÓŁKI PUBLICZNEJ W PŁASZCZYŹNIE USTROJOWO-KONSTRUKCYJNEJ

Analizując zagadnienie specyfiki spółki publicznej, już na samym początku trzeba skonstatować, że istotę jurydycznej odmienności takiej spółki stanowić będzie modyfikacja wzorca kodeksowego w kierunku, który bądź wyraża specyfikę natury zdematerializowanych akcji czy też trybu przeprowadzania subskrypcji w formule oferty publicznej, bądź jest wynikiem założonego przez ustawodawcę znacznego stopnia rozproszenia kapitału zakładowego takiej spółki, z czym wiąże się również potrzeba szczególnej ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Powyższe okoliczności – mające charakter instytucjonalny, gdyż wpisane są w charakterystykę postaci spółki akcyjnej, jaką jest spółka publiczna – każą zrewidować tradycyjne podejście do spółki akcyjnej, jej konstrukcja bowiem musi uwzględniać wymogi, jakie niesie za sobą zjawisko dematerializacji papierów wartościowych oraz zorganizowany obrót instrumentami finansowymi, a zatem również ich konsekwencje. Z tego względu ustawodawca zdecydował się dostosować w przypadku spółki publicznej niektóre rozwiązania czy instytucje prawa akcyjnego do warunków obowiązujących na zintegrowanym rynku finansowym.

Rozwiązania prawne przyjęte na potrzeby odmiennego potraktowania spółki publicznej w niektórych sferach regulacji normatywnej pozostają w ścisłej korelacji i można je ująć w dwie grupy problemowe, akcentujące zasadnicze elementy specyfiki ustrojowo-konstrukcyjnej¹⁸⁹ spółki publicznej, tj. po pierwsze, w ramach problematyki związanej z modyfikacjami wynikającymi z natury akcji zdematerializowanych, która obejmuje: 1) ofertę publiczną akcji, co może przejawiać się w postaci emisji nowych akcji przez spółki bądź w postaci pierwszej oferty publicznej, przy czym specyfika spółki publicznej wyraża się w następujących momentach: a) sporządzenie dokumentu informacyjnego,

¹⁸⁹ Tak przede wszystkim M. Michalski, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 8 i n.

tj. prospektu emisyjnego bądź memorandum informacyjnego, z wyjątkiem przypadków wyłączonych spod tego obowiązku, b) zatwierdzenie prospektu emisyjnego przez KNF lub brak sprzeciwu w stosunku do memorandum informacyjnego, c) upublicznienie dokumentu informacyjnego spółki, d) tryb przeprowadzania emisji akcji; 2) dematerializację akcji, która dotyczy takich momentów, jak: a) podjęcie uchwały przez walne zgromadzenie w sprawie upoważnienia zarządu spółki do zawarcia umowy o rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych, b) zawarcie umowy z KDPW S.A., c) dokonanie zapisów na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych dla akcjonariuszy spółki, d) modyfikacja reguł porządku legitymacyjnego względem spółki ze strony akcjonariuszy oraz zastawników i użytkowników akcji, po drugie zaś, w ramach problematyki związanej z modyfikacjami w zakresie konstrukcji spółki publicznej, obejmującej: 1) modyfikacje w zakresie organów spółki, co będzie się odnosić do a) rady nadzorczej spółki publicznej oraz do b) walnego zgromadzenia spółki publicznej; 2) specyficzne rozwiązania w odniesieniu do niektórych instytucji prawa akcyjnego, takich jak: a) przymusowy wykup oraz żądanie odkupu akcji drobnych akcjonariuszy oraz b) rewident do spraw szczególnych.

3.1. Specyfika emisji akcji przez spółki publiczne

Punktem wyjścia dla rozpatrywania specyfiki ustrojowo-konstrukcyjnej spółki publicznej w aspekcie przeprowadzania przez nią emisji akcji trzeba uczynić art. 431 § 2 pkt 1–3 k.s.h., który stanowi, że spółka akcyjna może przeprowadzić emisję nowych akcji w związku ze zwykłym podwyższeniem kapitału zakładowego w ramach trzech trybów, tj. subskrypcji prywatnej, zamkniętej albo otwartej. Trzeba w tym miejscu zauważyć, że jakkolwiek każdy ze wspomnianych trybów subskrypcyjnych może być realizowany w formule oferty publicznej, to jedynie w stosunku do subskrypcji zamkniętej oraz otwartej ustawodawca przewidział przepisy uwzględniające specyfikę publicznego proponowania objęcia akcji (por. art. 436, art. 440 § 3 oraz art. 441 § 3 k.s.h.). Kryterium rozstrzygającym o konieczności zastosowania formuły oferty publicznej w przypadku subskrypcji nowych akcji jest zawsze sposób oznaczenia kręgu adresatów propozycji objęcia akcji, a mianowicie czyniący zadość art. 3 ust. 1 u.o.p.

Przez długi czas ustawodawca polski unikał pojęcia „oferta publiczna”, posługując się pojęciem „publiczny obrót”, w 2005 r. wprowadzając konstrukcję pośrednią w postaci definicji schodkowej, wychodzącej od pojęcia „publiczne proponowanie” (por. art. 3 ust. 1 u.o.p. w brzmieniu z 2005 r.) i dochodzącej do pojęcia „oferta publiczna” (por. art. 3 ust. 3 u.o.p. w brzmieniu z 2005 r.), jednakże poprzez łącznik pozwalający powiązać „publiczne proponowanie” z „oferłą publiczną” (por. art. 3 ust. 2 u.o.p. w brzmieniu z 2005 r.). Dopiero w na-

stępsztwie nowelizacji z dnia 3 marca 2013 r.¹⁹⁰ art. 3 ust. 1 u.o.p. otrzymał treść bezpośrednio odwołującą się do oferty publicznej, stanowiącą, że „Ofertą publiczną jest 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”.

Skorzystanie przez spółkę z jednej z trzech przewidzianych w art. 431 k.s.h. subskrypcji akcji w związku z podwyższeniem kapitału zakładowego ma na celu ograniczenie ryzyka niedojścia emisji akcji do skutku, chociaż możliwe są także i inne mechanizmy przeciwdziałające temu niekorzystnemu efektowi, do których zalicza się chociażby mechanizm subemisji. Wykorzystywane są one w ramach podwyższeń kapitału zakładowego jako sposoby gwarantowania dojścia emisji do skutku, przez zapewnienie udziału w podwyższeniu podmiotu trzeciego, z reguły instytucji profesjonalnie działającej na rynku finansowym, która podejmuje ryzyko objęcia akcji na własny rachunek w ramach subemisji inwestycyjnej bądź usługowej¹⁹¹. Niemniej w przypadku podwyższania kapitału zakładowego spółka musi co do zasady wybrać jeden z trzech trybów subskrypcyjnych.

Pierwszy tryb emisji akcji stanowi tzw. subskrypcja prywatna, która dochodzi do skutku w drodze oferty składanej przez spółkę oznaczonemu adresatowi i jej przyjęcia przez tego ostatniego, z zachowaniem przez spółkę formy pisemnej zastrzeżonej pod rygorem nieważności. Instytucją centralną tego trybu podwyższania kapitału zakładowego jest „umowa o objęcie akcji”, którą art. 441 § 2 pkt 6 k.s.h. nakazuje dołączyć do wniosku o rejestrację podwyższenia kapitału zakładowego, a którą w doktrynie prawa handlowego kwalifikuje się jako umowę nienazwaną¹⁹². Subskrypcja prywatna, polega więc na złożeniu przez spółkę oferty objęcia akcji oraz jej przyjęciu przez adresata bądź adresatów oferty, co wskazuje, że dochodzi tutaj do zawarcia umowy w trybie ofertowym określonym w art. 66 k.c. Umowa objęcia akcji w ramach subskrypcji prywatnej jest zawsze umową zawieraną w trybie indywidualnym, bez względu na to, do ilu adresatów kierowana jest oferta objęcia akcji¹⁹³, co umożliwia spółce – a *de facto* jej zarządowi – dokonanie wyboru inwestora lub inwestorów według założeń przyjętych przez spółkę, a warunkowanych sytuacją zewnętrzną na rynku. Założenia, jakimi może się ona kierować, dotyczą głównie zdolności finansowych do pokrycia akcji nowej emisji, w tym też terminów, w jakich wkłady na akcje mają być

¹⁹⁰ Ustawa z dnia 8 marca 2013 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. 433).

¹⁹¹ Por. M. Michalski, *Spółka...*, s. 298.

¹⁹² Tak zwłaszcza A. Szumański (w:) W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Prawo spółek*, Bydgoszcz 2004, s. 543; również M. Michalski, *Spółka...*, s. 299.

¹⁹³ Tak też M. Michalski, *Spółka...*, s. 300.

wniesione, co dla spółki może mieć znaczenie podstawowe, na przykład w razie potrzeby szybkiego jej dokapitalizowania, jak i potrzeby pozyskania strategicznego inwestora. Z racji specyfiki subskrypcji prywatnej ustawa nie przesądza, kto może być adresatem oferty, niemniej zawsze wymagane jest wyłączenie prawa poboru akcji nowej emisji dla dotychczasowych akcjonariuszy, gdyż objęcie akcji w ramach subskrypcji prywatnej następuje w zakresie oznaczonym w ofercie, bez uwzględniania proporcji posiadanych akcji w aktualnym kapitale zakładowym. Subskrypcja prywatna więc jest realizowana przez: 1) podjęcie uchwały walnego zgromadzenia w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego wraz z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, 2) zawarcie umowy objęcia akcji i wniesienie pokrycia na kapitału oraz 3) zgłoszenie podwyższenia do sądu rejestrowego.

Ze swojej natury subskrypcja prywatna, która z reguły kierowana jest do jednego bądź kilku inwestorów, nie spełniała kryteriów uznania jej za ofertę publiczną w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p. Brak również innych mechanizmów – jak obowiązujący pod rządami poprzednich regulacji obowiązek wprowadzania do publicznego obrotu kolejnych emisji akcji spółki publicznej – nawet bowiem spółka publiczna, której akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie jest zobligowana do późniejszego ubiegania się o dopuszczenie akcji nowej emisji do obrotu na rynku oficjalnych notowań, a obowiązek ten został ograniczony z mocy art. 32 ust. 6 u.o.i.f. wyłącznie do akcji będących przedmiotem oferty publicznej, co ma nastąpić nie później niż w terminie 12 miesięcy od dnia zakończenia subskrypcji albo ustania ograniczenia ich zbywalności, jeżeli takie ograniczenie było ustanowione. Niemniej w doktrynie prawa handlowego podnosi się zdecydowanie¹⁹⁴, że nie można co do zasady wykluczyć sytuacji, kiedy oferta objęcia akcji w trybie subskrypcji prywatnej skierowana jest do więcej niż 150 oznaczonych adresatów, czego konsekwencją będzie właśnie obowiązek zachowania procedury właściwej ofercie publicznej.

W poprzednim stanie prawnym, tj. do nowelizacji z dnia 8 marca 2013 r., możliwe było odstępianie od wymogu sporządzenia i udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego w przypadkach, gdy zostało spełnione kryterium publicznego proponowania – w rozumieniu wówczas obowiązującego art. 3 ust. 1 u.o.p. – jeżeli dodatkowo propozycja objęcia akcji w związku z subskrypcją prywatną mieściła się w wyjątkach przewidzianych w art. 7 ust. 3 pkt 1–6 u.o.p. Dopiero na skutek zmiany wyżej przywołanych przepisów, zgodnie z którą jeżeli propozycja objęcia akcji jest kierowana do więcej niż 150 indywidualnie oznaczonych adresatów – co mieści się w subskrypcji prywatnej – zaś: 1) adresaci ci należą do kategorii klientów profesjonalnych w rozumieniu art. 3 pkt 39b u.o.i.f. lub 2) propozycja objęcia akcji kierowana jest wyłącznie do osób, z których każda obejmie akcje o wartości emisyjnej co najmniej równoważności w złotych kwoty 100 000 euro, lub 3) wartość emisji stanowi równoważność

¹⁹⁴ Tak przede wszystkim M. Michalski, *Spółka...*, s. 303.

mniej niż 100 000 euro, konieczne jest sporządzenie prospektu emisyjnego. Nie ma natomiast obowiązku udostępnienia tego dokumentu informacyjnego do publicznej wiadomości, takie bowiem wyłączenie statuuje art. 7 ust. 4 u.o.p. Tryb subskrypcji prywatnej może się mieścić również w wyłączeniu spod obowiązku sporządzania prospektu, przewidzianym w art. 7 ust. 9 u.o.p., który został zastąpiony memorandum i odnosi się do przypadków, gdy zakładane wpływy brutto emitenta z tytułu emisji, liczone według ceny emisyjnej, stanowią mniej niż 2 500 000 euro, i wraz z wpływami, które emitent z innymi emisjami akcji, dokonany w okresie poprzednich 12 miesięcy, zamierzał uzyskać, nie osiągnęły lub nie przekroczyły granicy 2 500 000 euro.

Specyfika regulacji przewidzianych w odniesieniu do akcyjnej spółki publicznej w związku z przeprowadzanymi emisjami akcji przez taką spółkę uwzględnia art. 431 § 3a k.s.h. Przepis ten nakazuje podjęcie przez walne zgromadzenie spółki publicznej uchwały w przedmiocie podwyższenia kapitału zakładowego – w ramach subskrypcji prywatnej oraz otwartej – przy kworum w postaci obecności akcjonariuszy reprezentujących co najmniej jedną trzecią kapitału zakładowego. Jednak brak zgromadzenia takiego kworum za pierwszym razem, co może być następstwem znacznego rozproszenia kapitału akcyjnego w takiej spółce, stanowi podstawę do powtórzenia procedury na następnym zwołanym w tym celu walnym zgromadzeniu, jednak tym razem już bez obowiązku zachowania kworum, chyba że statut spółki stanowi inaczej.

Kolejnym wyrazem specyfiki spółki publicznej przy podnoszeniu kapitału zakładowego jest, w przypadku gdy subskrypcja prywatna przeprowadzana była w formule oferty publicznej, tj. wraz z publikacją prospektu emisyjnego, tudzież memorandum informacyjnego, obowiązek załączenia do dokumentacji przedkładanej do sądu rejestrowego właściwego dokumentu informacyjnego, tj. prospektu albo memorandum, wraz z oświadczeniem zarządu spółki, że został on opublikowany zgodnie z obowiązującymi przepisami (por. art. 442 § 3 k.s.h.).

Drugi tryb emisji akcji stanowi tzw. subskrypcja zamknięta, która opiera się na założeniu umożliwienia dotychczasowym akcjonariuszom spółki objęcia akcji w celu zachowania tych samych proporcji w kapitale zakładowym, wobec czego pozycja prawna dotychczasowego akcjonariusza nie ulegnie żadnej zmianie, mimo zmiany wielkości kapitału zakładowego. W doktrynie prawa handlowego od początku prawo poboru jest uznawane za mechanizm ochronny, zabezpieczający obecnych akcjonariuszy spółki przed negatywnymi następstwami tzw. rozwodnienia kapitału¹⁹⁵. Natura subskrypcji zamkniętej determinuje z góry jej charakter, ograniczając ją co do zasady do zamkniętego, tj. stałego kręgu dotychczasowych akcjonariuszy¹⁹⁶. Od strony proceduralnej subskrypcja zamknięta sprowadza się do następujących etapów: 1) podjęcia uchwały przez wal-

¹⁹⁵ Por. za wielu S. Janczewski, *Prawo handlowe, wekslowe i czekowe*, Warszawa 1946, s. 178 i n.

¹⁹⁶ Czego nie zmienia okoliczność zbywalności prawa poboru jako instrumentu finansowego w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f.

ne zgromadzenie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego (por. art. 432 § 1 k.s.h.); 2) ogłoszenia przez zarząd warunków podwyższenia kapitału zakładowego w trybie realizacji prawa poboru akcji nowej emisji, z wyjątkiem sytuacji, kiedy wszystkie dotychczasowe akcje w spółce są akcjami imiennymi, zamiast zaś ogłoszenia wszyscy akcjonariusze zostaną poinformowani o warunkach subskrypcji listami poleconymi (art. 434 § 1 i 3 k.s.h.); 3) złożenia zapisów przez dotychczasowych akcjonariuszy na akcje oferowane w trybie subskrypcji zamkniętej w pierwszym, a w razie gdy wszystkie akcje nie zostaną objęte, także w drugim terminie zapisów (art. 435 k.s.h.); 4) zamknięcia subskrypcji przez zarząd oraz przydział akcji (art. 439 k.s.h.); 5) zgłoszenia podwyższenia do sądu rejestrowego (art. 441 k.s.h.). W przypadku subskrypcji zamkniętej – odmienne niż w przypadku subskrypcji prywatnej, ale podobnie jak w odniesieniu do subskrypcji otwartej – jej mechanizm został oparty na instytucji zapisów na akcje dokonywanych przez dotychczasowych akcjonariuszy, tudzież nabywców prawa poboru, w związku z ogłoszeniem warunków podwyższenia. W doktrynie prawa handlowego przeważa pogląd, że w przypadku subskrypcji zamkniętej mamy do czynienia ze swoistą konstrukcją oferty, odrębną od tej, jaką reguluje art. 66 k.c.¹⁹⁷, jako że po pierwsze, z mocy art. 437 § 1 k.s.h. dla oferty takiej zastrzeżono wymóg formy pisemnej w odniesieniu do zapisu na akcje, po drugie, uniezależniono zapis od warunku czy zastrzeżenia terminu (por. art. 437 § 4 k.s.h.) i po trzecie, ściśle oznaczono w art. 437 § 2 i 5 k.s.h. treść oferty i termin jej złożenia (por. art. 437 § 1 k.s.h.). Subskrypcja zamknięta może odbywać się także w ramach oferty publicznej, co nadaje jej szczególną specyfikę postępowania. Gdy prawo poboru ma być wykonywane w formule oferty publicznej, w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p., konieczne jest co do zasady sporządzenie dokumentu informacyjnego w postaci bądź prospektu emisyjnego, bądź memorandum informacyjnego. Co więcej, w przeciwieństwie do typowego trybu realizacji prawa poboru, który zakłada dwa terminy jego wykonania, art. 436 § 1 k.s.h. ogranicza wykonanie prawa poboru w ramach oferty publicznej tylko do jednego terminu, który powinien być wskazany w prospekcie emisyjnym lub w memorandum informacyjnym, a który nie może być krótszy niż dwa tygodnie od dnia udostępnienia do publicznej wiadomości dokumentu informacyjnego. Jednocześnie z mocy art. 436 § 2 k.s.h. akcjonariusz, wykonując prawo poboru w jedynym terminie, może dokonać zapisu dodatkowego – na wypadek niewykonania prawa poboru przez innych akcjonariuszy – na dowolną liczbę akcji, niemniej nie większą niż liczba akcji przewidziana w ramach takiego podwyższenia kapitału zakładowego. W każdym przypadku, gdy akcjonariat spółki – bez względu na to, czy ma już status spółki publicznej, czy też takiego statusu jeszcze nie ma – liczy 150 bądź więcej akcjonariuszy, a emisja akcji ma odbywać się w trybie subskrypcji zamkniętej, zawsze musi ona następować w trybie

¹⁹⁷ Tak przede wszystkim A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 209; także M. Michalski, *Spółka...*, s. 308.

oferty publicznej. Oznacza to co do zasady konieczność sporządzenia dokumentu informacyjnego, tj. z reguły prospektu emisyjnego, który z mocy art. 26a u.o.p. podlega zatwierdzeniu przez KNF. Jednakże w sytuacji, kiedy wartość emisji – wraz z innymi ofertami przeprowadzanymi przez spółkę w ciągu 12 miesięcy poprzedzających subskrypcję zamkniętą – nie przekroczy równowartości 2 500 000 euro, zamiast prospektu emisyjnego może być sporządzone memorandum informacyjne (por. art. 7 ust. 9 u.o.p.).

Do subskrypcji zamkniętej – niemniej przeprowadzanej w trybie oferty publicznej – znajdują zastosowanie art. 441 § 2 pkt 6 i 7 k.s.h., w myśl których do dokumentacji załączonej do sądu rejestrowego w celu dokonania rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego dołącza się m.in. formularz zapisów na akcje wypełniony przez subskrybenta i właściwy prospekt emisyjny albo memorandum informacyjne wraz z oświadczeniem zarządu, że dokument informacyjny został opublikowany zgodnie z obowiązującymi przepisami.

Trzeci tryb emisji akcji stanowi tzw. subskrypcja otwarta, która konstrukcyjnie nawiązuje do sukcesywnego zawiązania spółki akcyjnej, przewidzianego w przepisach kodeksu handlowego z 1934 r. (por. art. 438 w zw. z art. 316–324), zakładająca swobodny sposób kształtowania przez spółkę kręgu adresatów propozycji objęcia akcji, oparty na mechanizmie zapisów na akcje. Subskrypcja otwarta nie oznacza, że musi być zawsze nakierowana na nieograniczony krąg adresatów, ponieważ spółka może dowolnie oznaczyć kryteria doboru inwestorów, wobec czego może ograniczyć się do dotychczasowych akcjonariuszy albo też zwrócić się do osób trzecich czy też przyjąć kryteria mieszane. Trzeba jednak zaznaczyć, że sposób oznaczenia adresata będzie determinował ocenę prawną propozycji składanej przez spółkę z punktu widzenia reżimu prawnego odnoszącego się do oferty publicznej w znaczeniu art. 3 ust. 1 u.o.p. W doktrynie prawa zauważa się przy tym, że w każdym przypadku rozstrzygające znaczenie ma sposób oznaczenia adresata propozycji objęcia, ponieważ od niego uzależnione jest poddanie procedury emisyjnej – poza regulacją właściwą subskrypcji otwartej, wynikającą z przepisów kodeksu spółek handlowych – także regulacji odnoszącej się do oferty publicznej¹⁹⁸.

Z racji swojej natury zastosowanie subskrypcji otwartej zawsze wymaga wyłączenia prawa poboru, co podlega restrykcyjnej regulacji z art. 433 § 2 k.s.h.¹⁹⁹ Od strony proceduralnej subskrypcja otwarta, podobnie jak subskrypcja zamknięta, opiera się na konstrukcji zapisu pisemnego o treści oznaczonej w art. 437 § 2 k.s.h. Zapis ten składany jest spółce, zgodnie z art. 440 § 2 w zw. z art. 437 k.s.h., co w doktrynie prawa handlowego traktowane jest jako oferta autonomiczna, która podlega odrębnej i wyczerpującej regulacji normatywnej przewidzianej w przepisach rozdziału 4 dział II tytuł III k.s.h.²⁰⁰

¹⁹⁸ Tak M. Michalski, *Spółka...*, s. 315.

¹⁹⁹ Szerzej por. *ibidem*, s. 315 i n.; także m.in. M. Allerhand, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. 2, Warszawa 1991, s. 378 i n.

²⁰⁰ Por. m.in. M. Michalski, *Spółka...*, s. 317.

W sytuacji gdy subskrypcja otwarta spełnia jednocześnie kryterium oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.o.p. – co podlega swobodnej decyzji samej zainteresowanej spółki – procedura kodeksowa wymaga uzupełniania o kroki zmierzające do upublicznienia dokumentu informacyjnego, tj. prospektu emisyjnego bądź memorandum informacyjnego przez: 1) sporządzenie i przedstawienie KNF prospektu emisyjnego, zawierającego prawdziwe i rzetelne informacje istotne dla oceny sytuacji gospodarczej, majątkowej i finansowej spółki, jak również jej perspektyw rozwoju, a także informacje dotyczące praw i obowiązków związanych z akcjami nowej emisji (art. 21 ust. 1 u.o.p.) albo 2) sporządzenie i przedstawienie KNF memorandum informacyjnego, będącego dokumentem informacyjnym przygotowywanym w przypadkach, gdy nie jest wymagane sporządzenie prospektu emisyjnego. Zgodnie z przywoływanym już art. 26a u.o.p. prospekt emisyjny podlega zawsze zatwierdzeniu przez organ nadzoru, jakim jest KNF. Tymczasem memorandum informacyjne może podlegać zatwierdzeniu przez KNF (por. art. 38b u.o.p.), stwierdzeniu przez KNF równoważności informacji zawartych w memorandum z informacjami zawartymi w prospekcie emisyjnym (por. art. 38 ust. 1 u.o.p.) bądź wreszcie może być pod pewnymi warunkami wyłączone spod zatwierdzenia (por. art. 38a u.o.p.). W przypadku subskrypcji otwartej przeprowadzanej w formule oferty publicznej możliwe jest zastąpienie prospektu emisyjnego memorandum, bez konieczności poddawania go obowiązkowi zatwierdzenia, gdy – podobnie jak w przypadkach subskrypcji prywatnej i zamkniętej – stosownie do art. 7 ust. 9 u.o.p. wartość emisji, wraz z innymi ofertami przeprowadzanymi przez spółkę w ciągu 12 miesięcy poprzedzających subskrypcję otwartą, nie przekroczy równowartości 2 500 000 euro. Do subskrypcji otwartej przeprowadzonej w formule oferty publicznej znajdzie nadto zastosowanie wyjątek przewidziany w art. 7 ust. 4 pkt 5 u.o.p., który znosi obowiązek upublicznienia prospektu emisyjnego, jednak z zachowaniem wymogu jego zatwierdzenia w przypadku emisji o wartości nie wyższej niż 100 000 euro wraz z poprzednimi emisjami z okresu 12 miesięcy. Z praktycznego punktu widzenia chodzi tutaj o niewielkie wszakże emisje akcji.

Subskrypcja otwarta będąca ofertą publiczną odbywa się w takich samych terminach jak subskrypcja otwarta niebędąca ofertą publiczną i z uwzględnieniem tej samej procedury przewidzianej w przepisach kodeksu spółek handlowych, specyfika zaś spółki publicznej narzuca odmienności w odniesieniu do: 1) zastąpienia ogłoszenia wzywającego do zapisywania się na akcje, publikowanego w Monitorze Sądowym i Gospodarczym, dokumentem informacyjnym, czyli prospektem emisyjnym albo memorandum informacyjnym (por. art. 440 § 3 k.s.h.); 2) obowiązku załączenia do sądu rejestrowego formularzy zapisów na akcje wypełnionych przez subskrybentów (por. art. 441 § 2 pkt 6 k.s.h.); 3) obowiązku załączenia do sądu rejestrowego właściwego dokumentu informacyjnego oraz oświadczenia zarządu spółki, iż został on opublikowany zgodnie z przepisami prawa (por. art. 441 § 3 k.s.h.).

W tym miejscu dodatkowo trzeba uczynić uwagę natury ogólnej, mającą zastosowanie do każdej z możliwych dróg przeprowadzania subskrypcji akcji. W przypadku spółek publicznych emitujących akcje w drodze subskrypcji otwartej skierowanej do oznaczonego adresata – jak również subskrypcji prywatnej – art. 431 § 3a k.s.h. wprowadza wymóg kworum w postaci obecności akcjonariuszy reprezentujących co najmniej jedną trzecią kapitału zakładowego. Odstąpienie od tego wymagania dopuszczalne jest dopiero podczas drugiego walnego zgromadzenia, gdyby na pierwszym nie podjęto przedmiotowej uchwały z racji braku kworum, ponieważ spółka publiczna, zwłaszcza ta, której akcje notowane są w obrocie na rynku regulowanym, niesie ze sobą ryzyko rozproszonej struktury akcjonariatu z bardzo dużą liczbą drobnych wręcz akcjonariuszy, niewykazujących żadnego zaangażowania w sprawy spółki. Jedynie statut może wyłączyć ten mechanizm bezpieczeństwa, przewidując, że także za kolejnym razem wymóg kworum jest obowiązkowy (por. art. 431 § 3a *in fine* k.s.h.). Ponadto w przypadku kiedy akcje nowej emisji są przedmiotem oferty publicznej – bez względu na to, czy dokonywana jest ona przez spółkę publiczną, czy spółkę nieposiadającą takiego statusu – a zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych emisja taka wiąże się z obowiązkiem sporządzenia dokumentu informacyjnego, tj. prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego, art. 431 § 4 k.s.h. ogranicza termin na zgłoszenie uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego do momentu nieprzekraczającego 12 miesięcy od dnia odpowiednio zatwierdzenia prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego, albo stwierdzenia równoważności informacji zawartych w memorandum informacyjnym z informacjami wymaganymi w prospekcie emisyjnym oraz nie później niż po upływie miesiąca od dnia przydziału akcji, przy czym wnioski o zatwierdzenie prospektu albo memorandum informacyjnego albo wnioski o stwierdzenie równoważności informacji zawartych w memorandum informacyjnym z informacjami wymaganymi w prospekcie emisyjnym nie mogą zostać złożone po upływie czterech miesięcy od dnia powzięcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego. Powyższe terminy wyznaczają więc ramy czasowe procedury emisji akcji nowej emisji, o ile byłyby one objęte obowiązkiem sporządzenia dokumentu informacyjnego.

Podsumowując powyższą charakterystykę trybów subskrypcyjnych akcji dokonywanych przez spółkę publiczną, należy wskazać na następujące wnioski. Po pierwsze, na specyfikę postępowania przy emisji akcji z jednej strony wpływa okoliczność, czy subskrypcja będzie stanowić ofertę publiczną, czy też nie będzie spełniać kryteriów z art. 3 ust. 1 u.o.p. (por. art. 431 § 3 czy art. 441 § 2 pkt 6 i § 3 k.s.h.), z drugiej strony zaś niektóre momenty procedury subskrypcyjnej podlegają szczególnej regulacji kodeksowej w przypadku spółki publicznej jako takiej (por. art. 431 § 3a k.s.h.). Można zatem skonkludować, że sama specyfika spółki publicznej – będąca wyrazem jej szczególnego statusu – tylko w niewielkim stopniu wpływa na modyfikacje w obszarze ustrojowo-konstrukcyjnym na

gruncie przepisów kodeksu spółek handlowych w odniesieniu do spółki publicznej. Tylko w nielicznych momentach ustawodawca zdecydował się na zarysowanie wyraźnych różnic konstrukcyjnych warunkowanych naturą spółki publicznej. Dużo większą wagę, a tym samym wpływ na szczególny rys regulacyjny rozwiązań kodeksowych ma charakter subskrypcji jako oferty publicznej. Można więc stwierdzić, że spółka publiczna – jakkolwiek uzasadniona pod reżimem publicznego obrotu – w obecnym stanie prawnym jest kategorią nieco sztuczną, podczas gdy rzeczywistym kryterium różnicowania podejścia ustawodawcy z punktu widzenia regulacji z obszaru rynku kapitałowego jest status prawny emisji akcji²⁰¹.

Po drugie, jeżeli oferta publiczna dokonywana w związku ze zwykłym podwyższeniem kapitału zakładowego przeprowadzanym w trybie subskrypcji otwartej bądź zamkniętej obejmuje akcje, które mają być następnie przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, wtedy obok uchwał podejmowanych przez walne zgromadzenie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego oraz wyłączenia prawa poboru konieczne jest podjęcie kolejnych dwóch uchwał: jednej w sprawie ubiegania się o dopuszczenie akcji nowej emisji do obrotu na rynku regulowanym (por. art. 27 ust. 2 pkt 3a u.o.p.) oraz drugiej w sprawie upoważnienia zarządu spółki do zawarcia z KDPW S.A. umowy o rejestrację akcji nowej emisji w depozycie papierów wartościowych, w rozumieniu art. 3 pkt 21 u.o.i.f., czyli o ich dematerializację (por. art. 5 ust. 8 u.o.i.f. oraz art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p.). Jednocześnie brak przeszkód formalnych, aby wszystkie powyższe treści znalazły się w jednej uchwale walnego zgromadzenia w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego. Warto w tym miejscu zauważyć, że stosownie do zasad, na jakich oparto proces dematerializacji papierów wartościowych, w sytuacji kiedy oferta publiczna dokonywana w związku z subskrypcją otwartą lub zamkniętą nie wiąże się z zamiarem późniejszego ubiegania się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym, dematerializacja akcji nowej emisji nie jest wymagana, gdyż spółka ma w tym zakresie pozostawioną swobodę wyboru, stosownie do art. 5 ust. 2 u.o.i.f.²⁰² Jedynie w przypadku, kiedy spółka jest już spółką publiczną, a jej akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, art. 32 ust. 6 u.o.i.f. nakazuje, aby akcje nowej emisji, o ile miała ona charakter oferty publicznej, były przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym nie później niż w ciągu 12 miesięcy od dnia zakończenia subskrypcji.

Także w przypadku tzw. szczególnych trybów podwyższania kapitału zakładowego spółki akcyjnej, do których zalicza się warunkowe podwyższenie kapitału oraz kapitał docelowy, ustawa przewiduje specyficzne rozwiązania dostosowane do spółki publicznej. W odniesieniu do warunkowego podwyższenia kapitału, w ramach jego procedury specyfika spółki publicznej wpływa na obniżenie wy-

²⁰¹ Por. w tym względzie krytyczne uwagi M. Michalskiego, *O pojęciu i zakresie spółki...*, s. 9 i n.

²⁰² Tak też M. Michalski, *Spółka...*, s. 321.

maganego kworum, niezbędnego do powzięcia uchwały walnego zgromadzenia w sprawie zmiany statutu przewidującej upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego, jako że kworum wymagane dla spółki modelowej w liczbie akcjonariuszy reprezentujących co najmniej połowę kapitału zakładowego zostaje z mocy art. 445 § 1 zdanie drugie *in fine* k.s.h. obniżone do liczby akcjonariuszy reprezentujących co najmniej jedną trzecią kapitału zakładowego. *Ratio legis* tego unormowania jest podobne jak w odniesieniu do art. 431 § 3a k.s.h., a mianowicie wynika z ryzyka dla procesu decyzyjnego spółki w przypadku znacznego rozproszenia kapitału zakładowego i znaczącej liczby tzw. biernych inwestorów, tj. takich, którzy nie uczestniczą w życiu spółki. Również w przypadku warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego konieczne jest niekiedy uwzględnienie specyfiki spółki publicznej. Występuje ono w art. 451 § 2 k.s.h. regulującym wydawanie akcji w związku z obejmowaniem akcji w warunkowo podwyższonym kapitale. W przypadku zdematerializowanych akcji spółki publicznej przywołany przepis nakazuje uznać za równoważny wydaniu dokumentów akcji moment zapisania akcji na rachunku papierów wartościowych lub na rachunku zbiorczym, stosowanie do przepisów art. 7 u.o.i.f.

3.2. Specyfika regulacji w odniesieniu do zarządu i rady nadzorczej spółki publicznej

W przypadku zarządu przepisy prawne nie przewidują żadnych odrębności w odniesieniu do spółki publicznej. Zarząd spółki publicznej podlega zatem tym samym regułom, które mają zastosowanie do zarządu akcyjnej spółki modelowej. Zgodnie więc z art. 368 § 2 k.s.h. zarząd spółki publicznej – tak samo jak w przypadku każdej innej spółki akcyjnej – może być organem jednoosobowym bądź kolegialnym, tj. złożonym z co najmniej dwóch członków. Przepisy kodeksu spółek handlowych nie wprowadzają żadnej górnej granicy dla liczebności zarządu wieloosobowego, pozostawiając w tym przedmiocie swobodę założycielom spółki, później samej spółce, czy ściślej jej akcjonariuszom, ponieważ liczebność zarządu powinna być określona w statucie spółki. Artykuł 304 § 1 pkt 8 k.s.h. nie wymaga wskazania konkretnej liczby członków zarządu, a jedynie określenia minimalnej bądź maksymalnej ich liczby. Można zatem posłużyć się pewnym przedziałem liczbowym między liczbą minimalną a maksymalną, bez konieczności precyzowania liczebności zarządu spółki. W takim wypadku każdorazowy skład zarządu będzie oznaczać organ właściwy do jego powołania, tj. z reguły radę nadzorczą, choć może być to także walne zgromadzenie spółki. Warto zauważyć, że bez względu na organ bądź podmiot, jaki zgodnie z art. 368 § 4 k.s.h. jest uprawniony do powoływania zarządu czy też poszczególnych członków zarządu spółki akcyjnej, a który jest równocześnie właściwy w zakresie odwołania zarządu lub członka zarządu, ustawodawca wobec wszystkich spółek akcyjnych,

a więc również spółek publicznych, wprowadził dodatkowe – szczególne – rozwiązanie. Polega ono na przyznaniu kompetencji do każdorazowego odwołania członków zarządu przez walne zgromadzenie (por. art. 368 § 4 zdanie drugie k.s.h.). *Ratio* tej regulacji należy szukać w zamiarze uniknięcia konfliktów między dotychczasowym zarządem a nowymi akcjonariuszami, którzy z chwilą uzyskania kontroli nad spółką mogą od razu dokonać zmiany organu zarządzającego. Powyższe rozwiązanie wzmacnia nadzór właścicielski sprawowany przez walne zgromadzenie, akcentując jego pozycję nadrzędną wobec pozostałych organów spółki akcyjnej.

Szczególne rozwiązania, modyfikujące regulacje kodeksowe w zakresie zarządu spółki akcyjnej, przede wszystkim w takich obszarach, jak: liczebność zarządu, wymogi w zakresie odpowiedniego doświadczenia lub wykształcenia członków zarządu, a także w odniesieniu do innych cech oraz sposób powoływania członków zarządów, występują w przypadku spółek specjalistycznych, takich jak spółki bankowe, TFI czy domy maklerskie (por. np. art. 22a pr. bank.). Odmienności te nie wiążą się jednak ze statusem tych spółek jako spółek publicznych, a wynikają z owej specyfiki, jaka jest determinowana przede wszystkim rodzajem podejmowanej przez te spółki – ale także im przypisanej na zasadzie wyłączności – działalności gospodarczej.

Nieco inaczej przedstawia się natomiast status rady nadzorczej w spółce publicznej. Rada nadzorcza spółki publicznej *de iure*, ale także *de facto* nie różni się w obszarze przyznanych jej kompetencji od rady nadzorczej spółki modelowej. Ogólnie do zadań rady nadzorczej spółki publicznej, poza funkcją ochrony, interesu spółki, zalicza się także: 1) ochronę ogółu akcjonariuszy przed sprzecznymi z ich interesami działaniami zarządu; 2) ochronę mniejszości przed nadużywaniem pozycji przez akcjonariusza większościowego; 3) reprezentację interesariuszy oraz budowanie więzi między nimi a spółką. Nadto niekiedy rada nadzorcza zostaje wyposażona w kompetencje szczególne, wykraczające poza model typowego nadzoru. Rozwiązania takie występują w spółkach specjalistycznych i nakierowane są na precyzowanie sposobu wykonywania przez takie spółki zadań w ramach zastrzeżonej dla nich działalności. Powyższe uprawnienia można scharakteryzować jako kompetencje regulacyjne, które przyznano: 1) radzie nadzorczej spółki prowadzącej giełdę papierów wartościowych w zakresie uchwalania regulaminu giełdy (por. art. 28 u.o.i.f.); 2) radzie nadzorczej spółki prowadzącej rynek pozagiełdowy regulowany, która uchwała regulamin obrotu na tym rynku; 3) radzie nadzorczej KDPW S.A. w odniesieniu do regulaminu KDPW (por. art. 50 u.o.i.f.) oraz regulaminu tzw. funduszu rozliczeniowego (por. art. 66 ust. 2 u.o.i.f.)²⁰³. Natomiast szczególne podejście przez ustawodawcę do rady nadzorczej spółki publicznej wyraża się, jak wyżej podniesiono, nie w przypisanym jej zakresie kompetencyjnym, jako że rada nadzorcza spółki publicznej podlega – wspólnej dla wszystkich spółek akcyjnych – zasa-

²⁰³ Por. przede wszystkim M. Michalski, *Spółka...*, s. 671 i n.

dzie wyrażonej w art. 382 § 1 k.s.h., stanowiącej, że rada nadzorcza sprawuje stały nadzór nad wszystkimi dziedzinami działalności spółki, ale w minimalnym ustawowym progu składu osobowego. Artykuł 385 § 1 k.s.h. wymaga, aby rada nadzorcza spółki publicznej składała się z nie mniej niż pięciu członków, podczas gdy w przypadku spółek modelowych minimum osobowe ustanowiono na poziomie trzech osób. Statut spółki może oczywiście przewidywać wyższą liczebność rady nadzorczej. Podobnie jak zarząd i walne zgromadzenie rada nadzorcza w spółce publicznej – tak samo jak w spółce modelowej – jest organem obligatoryjnym, przy czym *ratio* tego leży w pozbawieniu akcjonariuszy spółki akcyjnej prawa kontroli osobistej. Do jej obowiązków, jako organu nadzorującego prawidłowe funkcjonowanie spółki, należy zatem: 1) ocena sprawozdań z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego spółki, jakie sporządza zarząd w celu zatwierdzenia ich przez walne zgromadzenie, stosownie do art. 395 § 2 pkt 1 k.s.h., przy czym ocena ta dokonywana jest w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym; 2) ocena wniosków zarządu dotyczących podziału zysku albo pokrycia straty, a także 3) składanie walnemu zgromadzeniu corocznego pisemnego sprawozdania z wyników tej oceny. W celu wykonania swoich obowiązków rada nadzorcza może badać wszystkie dokumenty spółki, żądać od zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień oraz dokonywać rewizji stanu majątku spółki, jak również stosować przyznane jej środki nadzoru. Do tych środków zalicza się, po pierwsze, wpływanie na obsadę personalną zarządu spółki, w tym powoływanie i odwoływanie członków zarządu (por. art. 369 § 4 k.s.h.) oraz ich zawieszanie z ważnych powodów, tudzież delegowanie swoich przedstawicieli do zarządu albo w celu czasowego pełnienia funkcji członka zarządu (por. art. 383 k.s.h.) albo do wykonywania indywidualnego nadzoru (por. art. 390 k.s.h.), po drugie, określanie wysokości wynagrodzenia członków zarządu (por. art. 378 k.s.h.), po trzecie, wyrażanie zgody na niektóre czynności dokonywane przez zarząd określone w statucie spółki (por. art. 384 k.s.h.), z tym zastrzeżeniem, że brak takiej zgody nie wpływa na ważność dokonanej czynności, ale rodzi odpowiedzialność odszkodowawczą, jak również dyscyplinarną członków zarządu (por. art. 17 § 3 k.s.h.). Ponadto radzie nadzorczej przyznano w ograniczonym zakresie prawo reprezentacji spółki, co zachodzi w przypadku umów zawieranych z członkami zarządu oraz w sporach z nimi (por. art. 379 § 1 k.s.h.)²⁰⁴. Ogólnie do zadań rady nadzorczej należy zaliczyć ochronę ogółu akcjonariuszy przed sprzecznymi z ich interesami działaniami zarządu, a także ochronę mniejszości przed nadużywaniem pozycji przez akcjonariusza większościowego oraz reprezentację interesariuszy oraz budowanie więzi między nimi a spółką, co w praktyce oznacza głównie reprezentację interesów pracowników. Można więc skonstatować, że rada nadzorcza jest emanacją nadzoru właścicielskiego i z tego tytułu reprezentuje ona interes spółki

²⁰⁴ Por. m.in. A. Opalski, *Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Warszawa 2006, s. 20 i n. oraz M. Michalski, *Spółka...*, s. 672 i n.

jako taki, ujmowany jako kategoria autonomiczna, odrębna od partykularnych interesów akcjonariuszy spółki, jak i jej interesariuszy. Rada nadzorcza ma zatem zapewnić integralność majątkowo-finansową spółki, kierując się dobrem spółki, rozumianym perspektywicznie z punktu widzenia nie tylko celu, ale też i czasu trwania spółki.

O ile status rady nadzorczej spółki publicznej nie różni się w zasadzie – w świetle przepisów kodeksu spółek handlowych – od rady nadzorczej spółki modelowej, o tyle istotną modyfikację przewidział ustawodawca w odniesieniu do struktury organizacyjnej rady nadzorczej spółki publicznej. Artykuł 86 ust. 1 u.b.r.s. nakazuje, aby w spółkach będących jednostkami zainteresowania publicznego działały tzw. komitety audytu. Jednocześnie do kategorii jednostek zainteresowania publicznego art. 2 pkt 4 lit. a u.b.r.s. zalicza „mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym państwa Unii Europejskiej, z wyłączeniem jednostek samorządu terytorialnego”, co oznacza, że są nimi spółki publiczne, których akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Pierwowzoru komitetu audytu w spółkach akcyjnych można się doszukiwać w regulacjach wprowadzonych w 1978 r. przez giełdę nowojorską, nakładającą na spółki, których akcje były przedmiotem notowania na jej rynku, wymóg powoływania komitetów audytu, w skład których mogli wchodzić jedynie członkowie niezależni. Regulację normatywną w odniesieniu do komitetów audytu dla ogółu spółek giełdowych wprowadziła natomiast *Sarbanes-Oxley Act* z 30 lipca 2002 r., zgodnie z którą celem komitetu audytu jest nadzór nad rachunkowością i sprawozdawczością finansową spółki. W ramach uprawnień kontrolnych w zakresie sprawozdawczości finansowej komitet audytu został umocowany do wyznaczania i nadzorowania prac audytora, a nadto do określania wysokości jego wynagrodzenia. Również w Wielkiej Brytanii w odpowiedzi na znaczny spadek zaufania do spółek giełdowych, spowodowany nadużyciami finansowymi, jak np. w przypadku Bank of Credit and Commerce International czy Maxwell Communications, podjęto prace nad oceną aktualnego stanu rzeczy w zakresie sprawozdawczości finansowej, zarządzania ryzyka i kontroli wewnętrznej w spółkach, co zaowocowało tzw. raportem Cadbury’ego z 1992 r., w którym stwierdzono, że więcej niż dwie trzecie z 250 spółek notowanych na giełdzie londyńskiej miało już w tym czasie w swoich strukturach komitety audytu²⁰⁵. Z perspektywy prawa unijnego problematyka wewnętrznych komisji ustanawianych w strukturach rad nadzorczych, w tym także tzw. komisji rewizji, została poruszona w zaleceniu Komisji z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącym roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej)²⁰⁶. Rozwiązanie przewidziane w art. 86 u.b.r.s.

²⁰⁵ Por. szerzej M. Michalski, *Pozycja prawna komitetu audytu w spółkach akcyjnych zaliczanych do jednostek zainteresowania publicznego*, MPH 2012, nr 1, s. 15 oraz *idem*, *Spółka...*, s. 685.

²⁰⁶ Dz. Urz. UE L 52 z 25.02.2005, s. 51.

stanowi implementację postanowień dyrektywy 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniającej dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylającej dyrektywę Rady 84/253/EWG²⁰⁷, której art. 2 pkt 13 definiuje jednostki interesu publicznego, podczas gdy art. 39 przewiduje, aby państwa członkowskie zapewniły, by każda jednostka interesu publicznego posiadała komitet do spraw audytu jako samodzielny komitet albo komitet w strukturze organu administracyjnego lub nadzorczego takiej jednostki²⁰⁸. Na marginesie warto przypomnieć, że przed wejściem w życie ustawy z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz nadzorze publicznym²⁰⁹, tj. przed 6 czerwca 2009 r., komitety audytu – jako wewnątrzorganizacyjne struktury fakultatywne – funkcjonowały w radach nadzorczych spółek, których akcje dopuszczone były do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW S.A. w Warszawie, gdyż właśnie do tych spółek odnosiły się postanowienia części III pkt 7 Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW, przyjętych przez Radę Nadzorczą Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dnia 4 lipca 2007 r., przewidujące – zgodnie z właściwą temu dokumentowi zasadą *comply or explain* – zalecenie w przedmiocie komitetów audytu. Komitety audytu mają na celu minimalizację ryzyka finansowego, operacyjnego i ryzyka, jakie powstaje w związku z naruszaniem zasad poprawności standardów sprawozdawczych, wobec czego do ich zadań należy w szczególności: 1) monitorowanie procesu sprawozdawczości finansowej; 2) monitorowanie skuteczności systemów kontroli wewnętrznej, audytu wewnętrznego oraz zarządzania ryzykiem; 3) monitorowanie wykonywania czynności rewizji finansowej; 4) monitorowanie niezależności biegłego rewidenta i podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych (por. art. 86 ust. 7 u.b.r.s.); 5) nadto – co szczególnie istotne z perspektywy art. 66 ust. 4 u. rach. – rekomendowanie radzie nadzorczej lub innemu organowi spółki podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych do przeprowadzenia czynności rewizji finansowej jednostki (por. art. 86 ust. 8 u.b.r.s.). Uogólniając, można stwierdzić, że komitet audytu czuwa nad efektywnością i skutecznością audytu wewnętrznego spółki. Podejmując przypisane mu zadania, komitet audytu wydaje zalecenia dotyczące wyboru, powołania czy ponownego powołania, a także odwołania kierownika komórki audytu wewnętrznego w spółce, jak i zalecenia dotyczące jej budżetu²¹⁰, tudzież monitoruje jego wykonanie. Poza tymi obszarami aktywność komitetu audytu koncentruje się na rewizji finansowej i badaniu sprawozdań finansowych.

²⁰⁷ Dz. Urz. UE L 157 z 9.06.2006, s. 87 z późn. zm.

²⁰⁸ Krytycznie o implementacji dyrektywy 2006/43/WE por. A. Nowacki, *Komitet audytu*, PPH 2011, nr 3, s. 38 i n.

²⁰⁹ Tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1000 z późn. zm.

²¹⁰ Por. np. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, s. 486.

wych na etapie wstępnym, przed poddaniem ich ocenie radzie nadzorczej oraz na współpracy z biegłym rewidentem. Z racji tego komitet przy rekomendacji radzie biegłego, powinien zweryfikować jego status jako podmiotu niezależnego, biorąc pod uwagę kryteria niezależności określone w zaleceniu Komisji z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącym roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej).

Jakkolwiek powołanie komitetu audytu jest obligatoryjne w jednostkach za-interesowania publicznego, jednak w myśl art. 86 ust. 3 u.b.r.s. w spółkach publicznych, w których rada nadzorcza składa się z nie więcej niż pięciu członków, zadania komitetu audytu mogą zostać powierzone radzie nadzorczej jako organowi. Ustawodawca przesądził również o sposobie powołania komitetu audytu, z art. 86 ust. 1 u.b.r.s. wynika bowiem, że jego członkowie powoływani są przez radę nadzorczą spośród jej członków. Można więc skonstatować – o czym już wcześniej sygnalizowano – że komitet audytu został umiejscowiony w strukturze wewnętrznej rady nadzorczej spółki akcyjnej, wobec czego w doktrynie prawa handlowego przyjmuje się, że stanowi on wewnętrzne gremium rady nadzorczej²¹¹, co jest uzasadnione okolicznością, iż komitet audytu realizuje zadania powierzone właśnie radzie nadzorczej jako organowi nadzorczemu spółki. Z tych względów o składzie osobowym komitetu audytu decyduje wyłącznie rada nadzorcza w ramach swoich autonomicznych kompetencji. Niemniej w literaturze przedmiotu podnosi się niekiedy, że komitet audytu, mimo że działa niejako w imieniu i na rzecz rady nadzorczej, podlega quasi-instytucjonalnemu wyodrębnieniu ze składu rady, gdyż działa w oparciu o zespół wewnątrzkorporacyjnych reguł odnoszących się tylko do niego²¹². W świetle tej uwagi wysnuwa się daleko idący wniosek, że powołanie komitetu audytu jest równoznaczne z delegowaniem wybranych członków rady nadzorczej do samodzielnego pełnienia funkcji nadzorczych w rozumieniu art. 390 § 1 k.s.h.²¹³ Taka interpretacja jest jednak nieuprawniona, ponieważ myli kompetencje opiniodawczo-doradcze z kompetencjami nadzorczymi. Ani komitet *in gremio*, ani jego poszczególni członkowie nie dysponują przyznanymi im kompetencjami nadzorczymi, sam zaś fakt wyboru do komitetu nie może *eo ipso* oznaczać umocowania do samodzielnego pełnienia określonych funkcji nadzorczych. Oczywiście można sobie wyobrazić sytuację, kiedy członkowie powołani do komitetu audytu jednocześnie otrzymują legitymację do samodzielnego wykonywania określonych – wyraźnie wskazanych w uchwale rady nadzorczej – czynności nadzorczych, jednakże samo powołanie do komitetu nie konsumuje takiego delegowania. W przeciwnym razie komitet audytu stanowiłby swoistą emanację kolegiałności w zakresie czyn-

²¹¹ Tak M. Michalski, *Spółka...*, s. 687. Podobnie, jak się wydaje, A. Nowacki, *Komitet...*, s. 40. Również K. Oplustil (*Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 489) zauważa, że komitet audytu stanowi „integralną część rady nadzorczej”.

²¹² Por. K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 489 i n.

²¹³ Tak przede wszystkim K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego...*, s. 490.

ności nadzorczych, które z założenia mają być wykonywane samodzielnie przez poszczególnych członków, co samo w sobie stanowiłoby sprzeczność.

W literaturze przedmiotu podnosi się, że funkcja komitetu audytu wyraża instytucjonalny łącznik między radą nadzorczą a biegłym rewidentem, czego wyrazem jest zwłaszcza okres badania sprawozdania finansowego spółki, jako że członkowie komitetu powinni czuwać nad rzetelnym i realizowanym z należytą starannością wykonywaniem przez biegłego jego obowiązków, czemu symetrycznie po stronie pracowników i funkcjonariuszy spółki powinna odpowiadać właściwa współpraca²¹⁴. Niemniej wydaje się, że przy opisanu statusu komitetu należy w pierwszej kolejności zaakcentować wyeksponowany w art. 4 ust. 1a u. rach. nakaz rzetelnego i jasnego przedstawienia sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyniku finansowego jednostki, co wymusza pełną transparentność po stronie spółki, której zachowanie obciąża nie tylko kierownika jednostki, ale nadto członków organu nadzorczego (por. art. 4 u. rach.). Tymczasem relacja z biegłym rewidentem jest jednym z narzędzi – aczkolwiek niezwykle doniosłym – służącym osiągnięciu tego celu.

W doktrynie prawa handlowego podkreśla się zasadnie, że komitety rady nadzorczej, w tym również komitet do spraw audytu, stanowią stałe grupy robocze funkcjonujące w ramach organu, jakim jest rada nadzorcza *in corpore*²¹⁵. Do innych komitetów rady, które mogą – a niekiedy powinny – funkcjonować w strukturze tego organu, należą komitety do spraw wynagrodzeń, tudzież kadr i wynagrodzeń oraz komitety do spraw ryzyka. Ich powołanie obligatoryjne wynika z przepisów rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 i znajduje swoją podstawę normatywną w art. 9cb ust. 2 pr. bank. w odniesieniu do banków, w tym będących spółkami publicznymi, w zakresie komitetu do spraw wynagrodzeń oraz komitetu do spraw ryzyka, oraz art. 110b ust. 3 u.o.i.f. w odniesieniu do firm inwestycyjnych – w tym będących spółkami publicznymi – w zakresie komitetu do spraw ryzyka i art. 110v ust. 8 u.o.i.f. w przypadku komitetu do spraw wynagrodzeń. Tryb wyboru członków komitetów został uregulowany, choć tylko częściowo, w przypadku komitetów do spraw wynagrodzeń i do spraw ryzyka w odniesieniu do banków w art. 9cb ust. 1 *in fine* pr. bank., który stanowi, że członków tych komitetów powołuje się spośród członków rady nadzorczej spółki, nie precyzując wszakże, jaki organ lub kto tego powołania dokonuje. W doktrynie prawa zauważa się, że w praktyce najczęściej przyjmuje się rozwiązanie analogiczne do powoływania komitetu audytu, tj. przez radę nadzorczą²¹⁶. W przypadku firm inwestycyjnych jedyna regulacja została zawarta w art. 110v ust. 8 u.o.i.f., stanowiącym, że

²¹⁴ *Ibidem*, s. 488 i n.

²¹⁵ Por. także A. Opalski, *Rada nadzorcza w spółce...*, s. 270 i n.

²¹⁶ Por. E. Skibińska, *Komitet wynagrodzeń rady nadzorczej banku*, MPH 2016, nr 2, s. 19.

w skład komitetu do spraw wynagrodzeń wchodzi przynajmniej jeden członek rady nadzorczej domu maklerskiego, wobec czego w tym przypadku skład tego organu nie musi opierać się na członkach rady nadzorczej spółki, lecz może być kompletowany także spośród innych osób. Jednocześnie odnośnie do trybu powoływania komitetu do spraw wynagrodzeń ustawa milczy, pozostawiając tę kwestię samej zainteresowanej spółce.

Warto zauważyć, że na mocy nowelizacji z dnia 18 marca 2008 r.²¹⁷ dokonano transpozycji do prawa krajowego postanowień art. 50b–50c czwartej dyrektywy Rady 78/660/EWG z dnia 25 lipca 1978 r. wydanej na podstawie art. 54 ust. 3 lit. g) Traktatu, w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek²¹⁸, zmienionej m.in. mocą dyrektywy 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniającej dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń²¹⁹, zgodnie z którymi państwa członkowskie obowiązane są zapewnić, aby m.in. na członkach organów nadzorczych spółek ciążył wspólny obowiązek zapewnienia, by roczne sprawozdanie finansowe, roczne sprawozdanie z działalności oraz oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego były sporządzane i publikowane zgodnie z wymogami dyrektywy 2006/46/WE oraz tam, gdzie znajduje to zastosowanie, zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości. W efekcie tych zmian dodano m.in. art. 4a u. rach., który wprowadza wyraźną i szczególną zarazem podstawę prawną w zakresie odpowiedzialności członków rady nadzorczej za sprawozdawczość finansową spółki. Odpowiedzialność członków rady nadzorczej spółki akcyjnej, w tym spółki publicznej, ma charakter odpowiedzialności odszkodowawczej i sprowadza się do zapewnienia, aby sprawozdania finansowe oraz z działalności spółki spełniały wymogi określone w przepisach prawa. Jest to odpowiedzialność solidarna z pozostałymi członkami rady nadzorczej i kierownikiem jednostki w rozumieniu przepisów ustawy o rachunkowości. Nie jest to jednak odpowiedzialność za bieżące prowadzenie rachunkowości spółki, ta bowiem leży po stronie kierownika jednostki, ale odpowiedzialność za efekt ostateczny w postaci prawidłowo przygotowanego sprawozdania finansowego i sprawozdania z działalności spółki. Jeżeli więc rachunkowość spółki prowadzona była z naruszeniem zasad określonych w ustawie o rachunkowości, zadaniem rady nadzorczej jest stwierdzenie takich naruszeń²²⁰. Analogicznie odpowiedzialność członków rady nadzorczej przedsta-

²¹⁷ Ustawa z dnia 18 marca 2008 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz. U. Nr 63, poz. 393 z późn. zm.).

²¹⁸ Dz. Urz. UE L 222 z 14.08.1978, s. 11 z późn. zm.

²¹⁹ Dz. Urz. UE L 224 z 16.08.2006, s. 1.

²²⁰ Por. także M. Michalski, *Spółka...*, s. 690.

wia się w przypadku sprawozdań z działalności spółki, jako że rada powinna dokonać weryfikacji sprawozdania zarządu ze zdarzeniami, których uczestnikiem była spółka w danym roku obrotowym. W doktrynie prawa handlowego podnosi się, że prawidłowe wykonanie obowiązków z art. 4a u. rach. wymaga udziału w radzie nadzorczej osób posiadających kwalifikacje w dziedzinie rachunkowości lub rewizji finansowej²²¹, co w odniesieniu do spółek publicznych dodatkowo dostarcza uzasadnienia dla powoływania komitetu audytu jako struktury wewnątrzorganizacyjnej rady nadzorczej, wyspecjalizowanej w problematyce sprawozdawczości finansowej spółki.

3.3. Specyfika regulacji w odniesieniu do walnego zgromadzenia spółki publicznej

Walne zgromadzenie stanowi obligatoryjny organ spółki akcyjnej, którego pozycja prawna wyznaczona jest przez zakres kompetencji do podejmowania zasadniczych z punktu widzenia korporacji rozstrzygnięć, toteż w przypadku spółki akcyjnej rola walnego zgromadzenia determinowana jest przez zakres regulacji z art. 393 k.s.h., który wymienia najbardziej istotne kwestie należące do właściwości walnych zgromadzeń. Niemniej powołany wyżej przepis nie zawiera enumeratywnego, a zatem kompletnego, katalogu spraw należących do kompetencji walnego zgromadzenia, na co wskazuje użyte na jego wstępie sformułowanie „poza innymi sprawami”. W konsekwencji ogół kompetencji walnego zgromadzenia może być ustalony na podstawie także innych przepisów kodeksu spółek handlowych (por. m.in. art. 359, 360, art. 368 § 4, art. 385 § 1, art. 394, art. 415 § 2 k.s.h.) oraz postanowień statutu konkretnej spółki akcyjnej. Z całokształtu przepisów kodeksu spółek handlowych jednoznacznie wynika, że na walnym zgromadzeniu dochodzi do korporacyjnego kształtowania zachowań spółki, wobec czego podejmowane przez walne zgromadzenie rozstrzygnięcia przypisywane są samej spółce jako autonomicznemu bytowi prawnemu²²². Z racji statusu ustrojowego walnego zgromadzenia mają prawo uczestniczenia w nim wszyscy akcjonariusze, a jakiegokolwiek ograniczenia w tym przedmiocie – wynikające ze statutu, ewentualnie różnorodnych regulaminów – muszą być uznane za niewiążące. Takie stanowisko wynika z faktu, że spółka akcyjna, będąc z reguły organizmem, gdzie powiązania osobowe schodzą na plan dalszy, eksponowana zaś jest swoboda dostępu, za czym idzie anonimowość uczestników, musi działać według reguł zapewniających równy dostęp do rozstrzygania o realizowanym przez nią polityce w obszarze struktury kapitałów czy ogólnie pojmowanego bytu spółki (zmiana przedmiotu lub zaprzestanie działalności, rozwiązanie spółki itp.). Mając na uwadze powyższą konstatację, niekiedy w doktrynie prawa

²²¹ *Ibidem*, s. 691.

²²² Tak zwłaszcza M. Michalski, *Spółka...*, s. 691.

handlowego uważa się, że pozycja walnego zgromadzenia w spółce akcyjnej daje asumpt do uznania go za naczelny organ władzy w spółce²²³. Tak statuowały wprost pozycję walnego zgromadzenia chociażby przepisy rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 22 marca 1928 r. – Prawo o spółkach akcyjnych, w którego art. 49 ust. 1 walne zgromadzenie określono jako „naczelną władzę spółki akcyjnej”. Dla porządku należy dodać, że w doktrynie prawa handlowego wyrażono także przeciwny pogląd, w myśl którego określenie walnego zgromadzenia jako organu najważniejszego w spółce uznawane jest za pewne nadużycie w stosunku do jego rzeczywistej pozycji, skoro zastrzeżono na jego rzecz jedynie kompetencje w zakresie najważniejszych decyzji w sprawach spółki²²⁴. Niewątpliwie znaczenie pozycji prawnej walnego zgromadzenia podkreśla brzmienie art. 375 k.s.h., w myśl którego wobec spółki członkowie zarządu podlegają ograniczeniom ustanowionym m.in. w uchwałach walnego zgromadzenia. Tym samym do spraw należących do kompetencji walnego zgromadzenia spółki publicznej zalicza się: 1) wyrażanie zgody na zawarcie przez spółkę umowy kredytu, pożyczki, poręczenia lub innej podobnej umowy z członkiem zarządu, rady nadzorczej, prokurentem, likwidatorem spółki albo na rzecz którejkolwiek z tych osób (por. art. 15 § 1 k.s.h.); 2) wyrażanie przez walne zgromadzenie spółki dominującej zgody na zawarcie przez spółkę zależną umowy kredytu, pożyczki, poręczenia lub innej podobnej umowy z członkiem zarządu, prokurentem lub likwidatorem spółki dominującej (por. art. 15 § 2 k.s.h.); 3) rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy oraz udzielenie absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków (por. art. 393 pkt 1 k.s.h.); 4) podejmowanie postanowień dotyczących roszczeń o naprawienie szkody wyrządzonej przy zawiązaniu spółki lub sprawowaniu zarządu albo nadzoru (por. art. 393 pkt 2 k.s.h.), w tym również powoływanie pełnomocnika do reprezentowania spółki w sporach z członkami zarządu (por. art. 379 § 1 k.s.h.); 5) postanowienia w sprawie zbycia i wydzierżawienia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienia na nich ograniczonego prawa rzeczowego (por. art. 393 pkt 3 k.s.h.); 6) podejmowanie postanowień w sprawie nabywania i zbywania nieruchomości, użytkowania wieczystego lub udziału w nieruchomości, chyba że statut stanowi inaczej (por. art. 393 pkt 4 k.s.h.); 7) podejmowanie decyzji w sprawie emisji obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa i emisji warrantów subskrypcyjnych (por. art. 393 pkt 5 k.s.h.); 8) podejmowanie decyzji w sprawie nabywania własnych akcji w sytuacji określonej w przypadkach, gdy mają być one zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub w spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat (por. art. 393 w zw. z art. 362 § 1 pkt 2 k.s.h.)

²²³ *Ibidem*, s. 692.

²²⁴ Tak przede wszystkim J. Szwaia (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaia, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. II, Warszawa 1996, s. 638.

oraz upoważnienie do nabywania akcji własnych przez spółkę udzielane na nie więcej niż na pięć lat wraz z oznaczeniem maksymalnej i minimalnej wysokości zapłaty za akcje (por. art. 393 w zw. z art. 362 § 1 pkt 8 k.s.h.); 9) wyrażanie zgody na zawarcie umowy przewidującej zarządzanie lub przekazywanie zysku do spółki dominującej (por. art. 393 w zw. z art. 7 k.s.h.); 10) wyrażanie zgody na zawarcie umowy o nabycie dla spółki jakiegokolwiek mienia, za cenę przewyższającą jedną dziesiątą wpłaconego kapitału zakładowego, od założyciela, akcjonariusza lub od spółki dominującej bądź zależnej, albo dla spółki lub spółdzielni zależnej od założyciela lub akcjonariusza spółki, o ile zawarcie takiej umowy ma nastąpić przed upływem dwóch lat od dnia zarejestrowania spółki (por. art. 394 k.s.h.); 11) powoływanie pełnomocnika do zawierania umów z członkami zarządu (por. art. 379 § 1 k.s.h.); 12) wybór i odwoływanie członków rady nadzorczej co do zasady (por. art. 385 § 1 k.s.h.); 13) odwoływanie i zawieszanie w czynnościach członków zarządu spółki, bez względu na okoliczność, kto dokonuje ich powołania (por. art. 368 § 4 zdanie drugie k.s.h.); 14) podjęcie uchwały w sprawie dalszego istnienia spółki w sytuacji, kiedy bilans spółki wykaże stratę przewyższającą sumę kapitałów zapasowego i rezerwowych oraz jedną trzecią kapitału zakładowego (por. art. 397 k.s.h.); 15) podejmowanie uchwały w sprawie przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych (por. art. 418 § 1 k.s.h.); 16) podejmowanie uchwały w sprawie przymusowego odkupu akcji od akcjonariuszy mniejszościowych (por. art. 418¹ § 1 k.s.h.); 17) dokonywanie zmian statutu spółki, w tym zwłaszcza podejmowanie uchwał w sprawie podwyższania i obniżania kapitału zakładowego (por. art. 430 w zw. z art. 431 § 1 k.s.h. oraz art. 430 w zw. z art. 455 § 1 k.s.h.); 18) podejmowanie uchwał w sprawie rozwiązania spółki albo przeniesienia jej siedziby za granicę (por. art. 461 § 1 w zw. z art. 459 pkt 2 k.s.h.); 19) podejmowanie uchwały w sprawie zapobieżenia rozwiązaniu spółki w sytuacji wystąpienia przyczyny tego rozwiązania (por. art. 460 k.s.h.); 20) podejmowanie uchwały w sprawie powołania likwidatorów spółki, chyba że zostali oni wskazani w statucie bądź statut ten określa inny sposób ich powołania (por. art. 463 § 1 k.s.h.); 21) zatwierdzanie sprawozdania likwidacyjnego (por. art. 476 § 1 k.s.h.); 22) podejmowanie uchwał w sprawie procesów transformacyjnych, tj. łączenia się spółek (por. art. 506 § 1 k.s.h.), podziału spółki (por. art. 541 § 1 k.s.h.), przekształcenia spółki (por. art. 562 § 1 k.s.h.); 23) podejmowanie uchwał: a) w sprawie ubiegania się o dopuszczenie akcji spółki do obrotu na rynku regulowanym (por. art. 27 ust. 2 pkt 3a u.o.p.); b) w sprawie upoważnienia zarządu spółki do zawarcia z KDPW S.A. umowy o rejestrację akcji spółki w depozycie papierów wartościowych (por. art. 5 ust. 4 u.o.i.f. w. z art. 27 ust. 2 pkt 3b u.o.p.); 24) podejmowanie uchwał w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w sprawie zbadania określonego zagadnienia związanego z utworzeniem lub prowadzeniem spraw spółki (por. art. 84 ust. 1 u.o.p.); 25) podejmowanie uchwał w sprawie zniesienia dematerializacji akcji spółki (por. art. 91 ust. 4 u.o.p.); 26) podejmo-

wanie uchwał w innych sprawach przyznanych walnemu zgromadzeniu mocą statutu (por. art. 393 *in principio* k.s.h.).

W przeciwieństwie do zarządu czy rady nadzorczej walne zgromadzenie nie jest organem permanentnie funkcjonującym, tj. stałym, ale obraduje doraźnie. Z tego punktu widzenia znaczenia nabiera procedura zwoływania walnych zgromadzeń. Jej szczególnie sformalizowany charakter stanowi zabezpieczenie praw poszczególnych akcjonariuszy i dlatego ustawodawca obowiązek zwołania walnego zgromadzenia przypisał w pierwszej kolejności zarządowi spółki bez względu na charakter tego zgromadzenia, wobec czego zarząd zwołuje zarówno zwyczajne, tj. doroczne, jak i nadzwyczajne walne zgromadzenie (por. art. 399 § 1 k.s.h.). Na gruncie art. 402 k.s.h. ogólnie wypada rozróżnić dwa – alternatywne – ale w swojej naturze podstawowe sposoby zawiadomienia o zwołaniu walnego zgromadzenia, a mianowicie: 1) w drodze ogłoszenia, o którym mowa w art. 402 § 1 k.s.h. albo 2) w drodze zaproszenia wysłanego: a) listem poleconym, albo b) przesyłką nadaną pocztą kurierską albo c) pocztą elektroniczną (por. art. 402 § 3 k.s.h.). Ponadto z art. 5 § 3 zdanie drugie k.s.h. wynika możliwość zawarcia w statucie także innych sposobów powiadamiania akcjonariuszy, które wykorzystywane są wtedy obok jednego ze sposobów podstawowych. Statut spółki może bowiem przewidywać, że ogłoszenia spółki zamieszczane są w innych – wskazanych w statucie – publikatorach. W takim przypadku informacje dotyczące zwołania walnego zgromadzenia publikowane są zarówno w Monitorze Sądowym i Gospodarczym, jak i w piśmie przeznaczonym do ogłoszeń spółki albo w innym medium wskazanym w statucie spółki. Za dopuszczalne należy uznać także ogłoszenia dodatkowe przekazywane za pośrednictwem innych mediów, jak chociażby w drodze ogłoszeń emitowanych w telewizji czy w radio albo też przy wykorzystaniu pozostałych mediów elektronicznych.

Tymczasem zwołanie walnego zgromadzenia spółki publicznej podlegało tym samym regułom jak w przypadku spółek niepublicznych, tj. art. 402 k.s.h., do czasu wejścia w życie nowelizacji z dnia 5 grudnia 2008 r. wprowadzonej ustawą o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi²²⁵, dostosowującej prawo polskie do wymagań dyrektywy 2007/36/WE. Wspomniana wyżej nowelizacja wprowadziła m.in. przepisy art. 402¹–412² k.s.h., odnoszące się do problematyki walnych zgromadzeń spółek publicznych. Artykuł 402¹ k.s.h. modyfikuje znacząco sposób zwoływania walnego zgromadzenia spółki publicznej w porównaniu ze sposobami określonymi w art. 402 k.s.h., jako że w pierwszej kolejności ogranicza się tylko do jednego sposobu zwołania walnego zgromadzenia, mimo że pośród wielu podkategorii spółek publicznych mogą być również i takie, w których wszystkie akcje pozostają akcjami imiennymi. Oznacza to, że w przypadku walnych zgromadzeń spółek publicznych dopuszczalne jest wyłącznie zwołanie w sposób równoważny ogłoszeniu w Monitorze Sądowym i Gospodarczym, tj. taki, który

²²⁵ Dz. U. z 2009 r. Nr 13, poz. 69.

umożliwia wszystkim akcjonariuszom pozyskanie informacji o walnym zgromadzeniu, jednakże bez adresowania jej do poszczególnych – imiennie wskazanych – akcjonariuszy. Tym samym w spółkach publicznych nie są możliwe korespondencyjne sposoby zawiadamiania akcjonariuszy. Przywołana wyżej regulacja wychodzi naprzeciw wymaganiom współczesnego obrotu i oczekiwaniom akcjonariuszy, zwłaszcza z punktu widzenia obrotu transgranicznego, w którym uczestniczą akcjonariusze mający siedziby bądź miejsca zamieszkania w innych państwach członkowskich Unii Europejskiej, gdyż w myśl art. 402¹ § 1 k.s.h. zwołanie walnego zgromadzenia spółki publicznej polega, po pierwsze, na dokonaniu stosowanego ogłoszenia na stronie internetowej spółki, po drugie zaś, na przekazaniu informacji w tym przedmiocie „w sposób określony dla przekazywania informacji bieżących zgodnie z przepisami o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych”. Ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia spółki publicznej dokonuje się na 26 dni przed terminem tego walnego zgromadzenia. Skoro termin na potrzeby dokonania przedmiotowego ogłoszenia został oznaczony – odmiennie niż w spółkach niepublicznych – w dniach, z mocy art. 111 k.c. nie uwzględnia się dnia, w którym ma się odbyć walne zgromadzenie, ani też dnia ujawnienia ogłoszenia²²⁶. Należy też przyjąć, że nie ma przy tym przeszkód, aby spółka dokonała ogłoszenia wcześniej niż na 26 dni przed terminem walnego zgromadzenia, co może regulować statut spółki, ale też może wynikać to z inicjatywy zarządu spółki bądź organu czy innego podmiotu zwołującego walne zgromadzenie w porozumieniu z zarządem jako administrującym stroną internetową. Przywołana wyżej dyrektywa 2007/36/WE przewiduje w art. 7 ust. 3, że tzw. dzień rejestracji (*record date*) nie może przypadać wcześniej niż 30 dni przed terminem walnego zgromadzenia, minimalny zaś okres między najpóźniejszą datą zwołania walnego zgromadzenia i dniem rejestracji powinien wynosić osiem dni. Zgodnie zaś z art. 5 ust. 1 dyrektywy 2007/36/WE zwołanie walnego zgromadzenia powinno nastąpić nie później niż na 21 dni przed dniem zgromadzenia. Uwzględniając przy tym czas niezbędny na przeprowadzenie czynności techniczno-prawnych przez firmy inwestycyjne oraz KDPW S.A., na gruncie prawa polskiego przyjęto więc, że na potrzeby ustalenia dnia rejestracji konieczne jest zachowanie terminu 16 dni (por. art. 406¹ § 1 k.s.h.). W związku z tym najpóźniejszy termin na zwołanie walnego zgromadzenia zakreślono w ustawie na owe 26 dni przed datą zgromadzenia.

Treść ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia spółki publicznej reguluje art. 402² k.s.h., zgodnie z którym ogłoszenie o walnym zgromadzeniu spółki publicznej powinno zawierać co najmniej: 1) datę, godzinę i miejsce walnego zgromadzenia oraz szczegółowy porządek obrad; 2) precyzyjny opis procedur dotyczących uczestniczenia w walnym zgromadzeniu i wykonywania prawa głosu,

²²⁶ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych*, t. II..., s. 625; por. też S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. 17B. *Prawo spółek kapitałowych*, Warszawa 2010, s. 545.

w szczególności informacje o: a) prawie akcjonariusza do żądania umieszczenia określonych spraw w porządku obrad walnego zgromadzenia, b) prawie akcjonariusza do zgłaszania projektów uchwał dotyczących spraw wprowadzonych do porządku obrad walnego zgromadzenia lub spraw, które mają zostać wprowadzone do porządku obrad przed terminem walnego zgromadzenia, c) prawie akcjonariusza do zgłaszania projektów uchwał dotyczących spraw wprowadzonych do porządku obrad podczas walnego zgromadzenia, d) sposobie wykonywania prawa głosu przez pełnomocnika, w tym w szczególności o formularzach stosowanych podczas głosowania przez pełnomocnika, oraz sposobie zawiadamiania spółki przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej o ustanowieniu pełnomocnika, e) możliwości i sposobie uczestniczenia w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, f) sposobie wypowiadania się w trakcie walnego zgromadzenia przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, g) sposobie wykonywania prawa głosu drogą korespondencyjną lub przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej; 3) dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, o którym mowa w art. 406¹ k.s.h.; 4) informację, że prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu mają tylko osoby będące akcjonariuszami spółki w dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu; 5) wskazanie, gdzie i w jaki sposób osoba uprawniona do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu może uzyskać pełny tekst dokumentacji, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu, oraz projekty uchwał lub, jeżeli nie przewiduje się podejmowania uchwał, uwagi zarządu lub rady nadzorczej spółki, dotyczące spraw wprowadzonych do porządku obrad walnego zgromadzenia lub spraw, które mają zostać wprowadzone do porządku obrad przed terminem walnego zgromadzenia; 6) wskazanie adresu strony internetowej, na której będą udostępnione informacje dotyczące walnego zgromadzenia.

W związku ze zwołaniem walnego zgromadzenia spółki publicznej poza ogłoszeniem, o jakim mowa w art. 402² k.s.h., na stronie internetowej spółki zamieszcza się także:

- 1) informację o ogólnej liczbie akcji w spółce i liczbie głosów, jakie wynikają z tych akcji w dniu dokonania ogłoszenia, a w przypadku, kiedy spółka wyemitowała akcje różnych rodzajów, także informację o podziale akcji na poszczególne rodzaje i liczbie głosów z akcji poszczególnych rodzajów, przy czym chodzi tutaj o informację dotyczącą wszystkich akcji wyemitowanych przez spółkę na moment terminu walnego zgromadzenia, wraz z liczbą głosów, jakie akcje te reprezentują oraz z ewentualnym podziałem na poszczególne kategorie według kryterium rodzajowego, tj. akcje zwykłe i uprzywilejowane, z podaniem, o jakie przejawy uprzywilejowania chodzi. Powyższa specyfikacja nie może się więc ograniczać jedynie do rozróżnienia między akcjami zwykłymi co do głosu a akcjami uprzywilejowanymi w zakresie prawa głosu. Okoliczność, że art. 351 § 2 zdanie drugie k.s.h. stanowi, iż uprzywilejowanie co do prawa głosu nie dotyczy spółki publicznej, pozostaje bez znaczenia, gdyż w spółce publicznej mogą występować akcje uprzywilejowane w zakre-

się prawa głosu. W ramach tego podziału należy też uwzględnić akcje nieme (por. art. 353 § 3 k.s.h.). Informacja odnośnie do liczby akcji oraz ogólnej liczby głosów, jakie z nich wynikają jest istotna z punktu widzenia rozpoznania przez każdego akcjonariusza siły swojego tzw. oddziaływania korporacyjnego na spółkę, jako że akcje oraz głosy przez nie reprezentowane, przysługujące danemu akcjonariuszowi, stanowią określony procent ogólnej wielkości. Stąd informacja o tym jest istotnym elementem decyzji o wzięciu udziału w walnym zgromadzeniu. W tym miejscu trzeba zaznaczyć, że zgodnie z art. 70 pkt 2 u.o.p. spółka publiczna obowiązana jest do podania do KNF – w trybie raportu bieżącego – nie później niż do dnia poprzedzającego wyznaczony dzień walnego zgromadzenia, wykazu akcjonariuszy uprawnionych do udziału w tym zgromadzeniu, z określeniem liczby akcji i głosów z akcji przysługujących każdemu z nich. Na kanwie relacji art. 402³ § 1 pkt 2 k.s.h. i art. 70 pkt 2 u.o.p. w doktrynie prawa stawia się tezę o braku skoordynowania zmian w obrębie wspomnianych aktów prawnych²²⁷. Mamy tutaj jednak do czynienia z dwiema odmiennymi funkcjonalnie regulacjami, z których pierwsza adresowana jest do akcjonariuszy spółki publicznej i ma na celu zapewnienie poinformowania ich o aktualnej liczbie akcji w spółce, miarodajnej na dzień odbycia walnego zgromadzenia, podczas gdy druga służy celom nadzoru, a mianowicie pozwala KNF na ustalenie, czy podmioty zarejestrowane na dane walne zgromadzenie – z punktu widzenia liczby posiadanych akcji i tym samym reprezentowanych przez nie głosów – prawidłowo wykonywały obowiązki informacyjne przewidziane w stosunku do akcjonariuszy spółek publicznych w art. 69 u.o.p. Adresatem zatem informacji, o której mowa w art. 70 pkt 2 u.o.p., jest organ nadzoru, nie zaś akcjonariusze spółki. Ci ostatni o tym, kto zarejestrował się na dane walne zgromadzenie i jaką wielkością głosów rozporządza, mogą dowiedzieć się w trybie art. 407 k.s.h., tj. z listy uprawnionych, udostępnianej przez zarząd spółki w trybie art. 407 § 1 k.s.h. czy nawet rozsyłanej pocztą elektroniczną (por. art. 407 § 1¹ k.s.h.). Funkcje obydwu wymienionych wyżej przepisów są zatem diametralnie różne;

- 2) dokumentację przedstawianą walnemu zgromadzeniu, co obejmuje ogół dokumentów, w tym np. wskazanych w art. 395 § 4 i 5 czy art. 433 § 2 zdanie czwarte k.s.h. Oczywiście do dokumentacji tej nie zalicza się projektów uchwał z racji tego, że ich udostępnienie na stronie internetowej przewiduje 402² pkt 4 k.s.h. Do przedmiotowej dokumentacji mogą należeć również dokumenty przedkładane przez zarząd w związku z czynnościami autoryzacyjnymi walnego zgromadzenia (por. m.in. art. 393 pkt 3–4 k.s.h.). W związku z tym trudno podzielić stanowisko, że treść pkt 4 zawiera się w pkt 3 art. 402³ § 1 k.s.h.²²⁸;

²²⁷ Por. R. Czerniawski, *Walne zgromadzenie spółki akcyjnej*, Warszawa 2009, s. 71.

²²⁸ Tak natomiast M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 808.

- 3) projekty uchwał, jakie mają być podjęte – zgodnie z porządkiem obrad – przez walne zgromadzenie. Chodzi tutaj o projekty uchwał wnoszone przez podmiot zwołujący walne zgromadzenie oraz projekty uchwał proponowanych przez akcjonariuszy: a) żądających zwołania walnego zgromadzenia na podstawie art. 400 § 1 k.s.h., b) żądających umieszczenia określonych spraw w porządku obrad zgodnie z art. 401 § 1 k.s.h., c) zgłaszających przed terminem walnego zgromadzenia projekty uchwał dotyczących spraw już wprowadzonych do porządku obrad stosowanie do art. 401 § 4 k.s.h. Nie zamieszcza się natomiast na stronie internetowej projektów uchwał zgłaszanych przez akcjonariuszy już w trakcie walnego zgromadzenia, dotyczących spraw objętych porządkiem obrad, o jakich mowa w art. 401 § 5 k.s.h. Poza projektami uchwał na stronie internetowej zamieszcza się uwagi, w tym różnego rodzaju komentarze i stanowiska zarządu lub rady nadzorczej w sprawach, które zostały wprowadzone lub mają być wprowadzone do porządku obrad, ale nie wiąże się z nimi podejmowanie uchwał;
- 4) różnorakie formularze, jakie spółka udostępnia akcjonariuszom w celu uczestniczenia w walnym zgromadzeniu i oddawania głosu, o ile formularze takie nie są przysyłane bezpośrednio do akcjonariuszy, przy czym obowiązek udostępnienia tej dokumentacji ma charakter fakultatywny, a zamieszczenie na stronie uzależnione jest od sposobu, jaki spółka wybrała w dostarczeniu ich do akcjonariuszy (por. art. 402³ § 1 pkt 5 k.s.h.).

Dodatkowo ze zwrotu „co najmniej”, użytego w art. 402² *in principio* k.s.h., należy wnioskować, że spółka może według własnego uznania rozszerzyć treść ogłoszenia publikowanego na stronie internetowej spółki, np. zamieszczając także inne informacje, w tym wymagane z punktu widzenia obowiązków informacyjnych, jak też inne dane, uznane przez spółkę za na tyle doniosłe, aby o nich poinformować akcjonariuszy.

Wypada w tym miejscu dodać, że pominięcie którekolwiek z elementów koniecznych w ogłoszeniu o zwołaniu walnego zgromadzenia, zamieszczanym na stronie internetowej spółki, będzie prowadzić do wadliwości zwołania walnego zgromadzenia. Z drugiej strony tylko ocena stopnia tej wadliwości, dokonywana *in concreto*, czyli przy uwzględnieniu tego, na ile dany brak lub nieprawdziwość informacji mogły mieć wpływ na podejmowane uchwały na walnym zgromadzeniu, w tym także na frekwencję, będzie rozstrzygać o zasadności stwierdzenia nieważności danej uchwały. W takiej sytuacji dochodzi bowiem do uchybienia formalno-prawnego, które powinno być oceniane z perspektywy art. 425 § 1 k.s.h.

W związku ze szczególnymi procedurami uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki publicznej, w tym dopuszczającymi możliwość głosowania bez konieczności uczestnictwa osobistego w walnym zgromadzeniu, spółka – o czym wspomniano już wyżej – udostępnia akcjonariuszom odpowiednie formularze do: 1) głosowania korespondencyjnego przez akcjonariusza, stosownie do

art. 411¹ § 2 w zw. z § 1 k.s.h.; 2) głosowania przez pełnomocnika (por. art. 402² pkt 2 lit. d oraz art. 402³ § 1 pkt 5 k.s.h.). O ile pierwsza sytuacja nie budzi wątpliwości, o tyle druga rodzi już poważne zastrzeżenia interpretacyjne. Mowa w niej bowiem o formularzach do głosowania przez pełnomocnika. Jak słusznie zauważa M. Rodzyńkiewicz²²⁹, o możliwości wykonywania prawa głosu przez pełnomocnika rozstrzygają przepisy o pełnomocnictwie na walnym zgromadzeniu, tj. w przypadku spółki publicznej art. 412¹ k.s.h. W kontekście tego unormowania wątpliwe byłoby przyjęcie wniosku – wyprowadzanego z art. 402³ § 1 pkt 5 k.s.h. – o konieczności wypełnienia ponadto, czyli wraz z udzielonym pełnomocnictwem, odpowiedniego formularza. Po pierwsze, art. 412¹ k.s.h. reguluje kwestię pełnomocnictwa do udziału na walnym zgromadzeniu spółki publicznej w sposób wyczerpujący²³⁰, a po drugie, wyraźnie w nim stwierdza się, że chodzi o „pełnomocnictwo do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki publicznej i wykonywania prawa głosu”. Ustawodawca podkreślił zatem, że instytucja pełnomocnictwa obejmuje swoim zakresem także czynność wykonywania prawa głosu, co skądinąd stanowi swoiste *superfluum*. Trudno przeto byłoby się zgodzić z tezą, że pełnomocnictwo bez formularza nie umocowuje do wykonania prawa głosu, chyba że coś innego wynikałoby z treści samego pełnomocnictwa²³¹. Wypada więc podzielić pogląd, zgodnie z którym formularz pozwalający na wykonywanie prawa głosu przez pełnomocnika, w rozumieniu art. 402³ § 1 pkt 5 k.s.h., stanowi formularz pozwalający na wykonywanie prawa głosu korespondencyjnie przez pełnomocnika działającego za akcjonariusza²³². Pełnomocnik zatem może oddać głos osobiście, biorąc udział w walnym zgromadzeniu w taki sam sposób, albo może oddać głos korespondencyjnie i wówczas będą się do niego odnosić takie same zasady, jakie wiążą akcjonariusza oddającego głos korespondencyjnie, tj. przy wykorzystaniu formularza. Wniosek ten potwierdza wprost art. 402³ § 3 pkt 1 k.s.h., w którym stwierdza się, że formularz powinien umożliwiać identyfikację albo akcjonariusza oddającego głos, albo jego pełnomocnika, jeżeli akcjonariusz wykonuje prawo głosu przez pełnomocnika. Ponadto gdyby przyjąć, że pełnomocnik, aby wykonywać prawo głosu, musi legitymować się dodatkowo formularzem wypełnionym przez akcjonariusza, oznaczałoby to niczym nieuzasadnione i trudne do wytłumaczenia z punktu widzenia racjonalności i celowości takiego rozwiązania ograniczenie pozycji

²²⁹ Por. *ibidem*.

²³⁰ *Ibidem*.

²³¹ Okoliczności powyższej zdaje się nie dostrzegać J. Krukowska-Korombel (*Pełnomocnictwo do udziału w walnym zgromadzeniu oraz do wykonywania prawa głosu*, PPH 2012, nr 3, s. 30), stającą na błędnym stanowisku, że akcjonariusz, udzielając pełnomocnictwa, może albo nie skorzystać z formularza, albo wypełnić tylko niektóre jego rubryki, pozbawiając pełnomocnika podstawy do wykonywania prawa głosu.

²³² M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 808. Odmienne jednak np. K. Oplustil, *Pełnomocnictwo do występowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej po nowelizacji kodeksu spółek handlowych ustawą z 5.12.2008*, PPH 2009, nr 11, s. 8 oraz S. Sołtyński (w:) S. Sołtyński [red.], *System Prawa Prywatnego*, t. 17B..., s. 556.

pełnomocnika, wychodzące poza instytucję pełnomocnictwa. Takie wzmoczenie rygoryzmu byłoby tym bardziej niezrozumiałe, że na gruncie regulacji odnoszących się do spółki publicznej widać tendencję odwrotną, tj. luzowanie rygorów, czego przykładem jest chociażby art. 412¹ § 2 *versus* art. 412¹ § 1 k.s.h. Ten pierwszy bowiem – odnosząc się do ustanowienia pełnomocnictwa w spółce publicznej – odstępuje od rygoru nieważności w przeciwieństwie do ustanowienia pełnomocnictwa w spółce niepublicznej, co reguluje drugi z przywołanych przepisów. Zgodnie z art. 402³ § 3 pkt 2 k.s.h. formularz powinien umożliwiać oddanie głosu, co w rozumieniu art. 4 § 1 pkt 9 k.s.h. oznacza konieczność zaopatrzenia go w trzy pola, a mianowicie: 1) głos: „za”, 2) głos: „przeciw” oraz 3) „wstrzymanie się od głosu”. Słusznie zauważa się przy okazji tego nakazu, że formularz powinien zapewnić przy każdej z ewentualności głosowania także wskazanie liczby akcji, z jakich wykonuje się dany głos²³³. Wynika to stąd, że art. 411³ k.s.h. pozwala obecnie – co stanowi swoiste *novum* wobec rozwiązań wywodzonych z ducha kodeksu handlowego – na głosowanie odmiennie z każdej z posiadanych akcji. Ponadto zgodnie z art. 402³ § 3 pkt 3 k.s.h. formularz powinien umożliwić „złożenie sprzeciwu przez akcjonariuszy głosujących przeciwko uchwale”, co oznacza, że na każdym formularzu dotyczącym głosowania konkretnej uchwały trzeba zamieścić pole przeznaczone na oświadczenie spełniające wymogi art. 422 § 2 pkt 2 k.s.h., tj. stwierdzające, iż akcjonariusz głosował przeciwko uchwale i żąda zaprotokołowania sprzeciwu. Powyższe oświadczenie powinno być podpisane albo przez akcjonariusza, albo przez jego pełnomocnika. Artykuł 402³ § 3 pkt 4 k.s.h. wymaga także, aby formularz zawierał instrukcję dotyczącą sposobu głosowania w odniesieniu do każdej z uchwał, nad którą głosować ma pełnomocnik. Dotyczy to zatem głosowania korespondencyjnego przez pełnomocnika i w związku z tym konieczne jest wyposażenie go w pole umożliwiające złożenie dodatkowo – poza podpisem składanym przez pełnomocnika – podpisu samego akcjonariusza w części odnoszącej się do wspomnianej instrukcji. Do formularza umożliwiającego głosowanie korespondencyjne przez pełnomocnika powinno się dołączyć pełnomocnictwo dla niego samego udzielone przez akcjonariusza²³⁴.

Według rozwiązania modelowego, jakie przewidział ustawodawca w stosunku do spółek akcyjnych, miejscem odbycia walnego zgromadzenia jest siedziba spółki (por. art. 403 k.s.h.), przez co, zgodnie z domniemaniem z art. 41 k.c., należy rozumieć miejsce, gdzie znajduje się organ zarządzający spółki. Niemniej statut spółki może przewidywać inne miejsce zwoływania walnych zgromadzeń, w tym także kilka miejsc²³⁵, mimo że zawsze musi być ono położone na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Powyższą regułę zmodyfikowano natomiast na potrzeby spółek publicznych, gdyż ustawodawca zezwolił, aby miejscem od-

²³³ M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 811.

²³⁴ Tak również M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 812.

²³⁵ Por. M. Trzebiatowski, *Miejsce posiedzeń organów spółek kapitałowych z uwzględnieniem zasad prawa unijnego*, Warszawa 2004, s. 16.

bywania walnych zgromadzeń była miejscowość, w której znajduje się siedziba spółki prowadzącej giełdę papierów wartościowych, na której notowane są akcje (por. art. 403 zdanie drugie k.s.h.). Sformułowanie użyte w powołanym przepisie, a odwołujące się do pojęcia „giełda”, każe zawęzić jego stosowanie tylko do spółek publicznych, których akcje dopuszczone są do obrotu na giełdowym rynku regulowanym, i tym bardziej spółek publicznych, których akcje pozostają w alternatywnym systemie obrotu oraz całkowicie poza obrotem zorganizowanym²³⁶. Trzeba jednak wyraźnie zaznaczyć, że w doktrynie prawa handlowego podnosi się, iż możliwość odbywania walnych zgromadzeń spółek publicznych w miejscowości będącej siedzibą giełdy oznacza również, że ustawodawca dopuszcza przeprowadzanie zgromadzeń poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej, a mianowicie w miejscowościach krajów członkowskich Unii Europejskiej będących siedzibami giełd prowadzących rynki regulowane uznane przez państwo członkowskie i wskazane przez Komisję Europejską jako rynki regulowane w rozumieniu art. 14 u.o.i.f. Do tych miejscowości nie odnosi się bowiem ograniczenie terytorialne przewidziane w art. 403 zdanie trzecie k.s.h., ponieważ jego stosowanie zawężono jedynie do przypadków alternatywnego oznaczenia miejsca odbycia walnego zgromadzenia w statucie spółki, a tymczasem art. 403 zdanie drugie k.s.h. przyznaje *ex lege* możliwość odbywania walnego zgromadzenia w każdej miejscowości będącej siedzibą giełdy, gdzie notowane są akcje spółki publicznej, przy czym giełda papierów wartościowych stanowi rynek giełdowy, będący jednym z segmentów rynku regulowanego²³⁷.

Udział w walnym zgromadzeniu następuje na podstawie tzw. listy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu. Ogólne zasady porządku legitymacyjnego w spółce akcyjnej stanowią, że akcjonariusz albo inny uprawniony z akcji, jak na przykład zastawnik czy użytkownik zamierzający wziąć udział w walnym zgromadzeniu, składając dokumenty akcji bądź właściwe zaświadczenia w spółce, albo wpisany do księgi akcyjnej zostaje wciągnięty przez zarząd na listę sporządzaną na podstawie przedłożonych dokumentów, tudzież wpisów do księgi akcyjnej (por. art. 407 § 1 k.s.h.). Lista uprawnionych wskazuje: 1) nazwisko i imię albo firmę (nazwę) uprawnionych; 2) miejsce ich zamieszkania (siedzibę); 3) liczbę, rodzaj i numery akcji; 4) liczbę przysługujących im głosów. Jeżeli prawo głosu przysługuje zastawnikowi bądź użytkownikowi, powyższą okoliczność zaznacza się na liście uprawnionych (por. art. 407 § 3 k.s.h.). Listę tę wyklada się w lokalu spółki w terminie trzech dni powszednich przed dniem odbycia walnego zgromadzenia, tak aby mogli się z nią zapoznać wszyscy akcjonariusze spółki, choć z wyłączeniem innych osób dysponujących akcjami na mocy innych tytułów prawnych, jak zastawnicy czy też użytkownicy, ponieważ dostęp do listy uprawnionych stanowi przejaw prawa do informacji na temat spółki, co związane jest ze statusem udziałowcy. Co więcej, akcjonariusze mogą

²³⁶ *Ibidem*, s. 722.

²³⁷ *Ibidem*.

żądać wydania im odpisów listy uprawnionych, dzięki czemu mają możliwość przeanalizowania struktury zbliżającego się walnego zgromadzenia i oceny siły głosów, jaką dysponują (por. art. 407 § 1 *in fine* k.s.h.). Natomiast akcjonariusze spółki publicznej mogą ponadto żądać przesłania na podany przez siebie adres poczty elektronicznej – wskazany w przedmiotowym żądaniu – listy uprawnionych, co powinno nastąpić nieodpłatnie ze strony spółki (art. 407 § 1¹ k.s.h.). Nie można zapominać, że z uwagi na doniosłość listy obecności z punktu widzenia ustalenia stanu osobowego walnego zgromadzenia – co może mieć istotne znaczenie dla stwierdzenia jego ważności – art. 410 § 2 k.s.h. przewiduje, że na wniosek akcjonariuszy, posiadających jedną dziesiątą kapitału zakładowego reprezentowanego na danym walnym zgromadzeniu, powołuje się komisję rewizyjną, której celem jest sprawdzenie listy obecności. Komisja taka musi być złożona co najmniej z trzech osób, przy czym wnioskodawcy mają prawo wyboru jednego członka komisji. Zadaniem komisji rewizyjnej jest więc sprawdzenie, czy lista obecności jest aktualizowana w sposób oddający rzeczywisty stan na walnym zgromadzeniu. Z tego punktu widzenia stanowi to mechanizm kontroli zgodności działań przewodniczącego walnego zgromadzenia z prawem²³⁸.

Istotne znaczenie z punktu widzenia zasad konstituowania się walnego zgromadzenia spółki akcyjnej odgrywają reguły porządku legitymacyjnego, normujące proces uczestniczenia akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu, a przewidziane w art. 406 k.s.h.²³⁹ Tymczasem w odniesieniu do spółki publicznej – odmiennie niż w spółce niepublicznej – ustawodawca wprowadził regulacje szczególne bazujące na postanowieniach przewidzianych w dyrektywie 2007/36/WE, pośród których punkt zasadniczy stanowi tzw. reguła dnia rejestracji (*record date*), będącego konstrukcją przewidzianą w art. 7 ust. 2 dyrektywy 2007/36/WE. Reguła dnia rejestracji rozumiana jest jako moment miarodajny dla ustalenia kręgu osób uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu w spółkach, których akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym znajdującym się lub funkcjonującym w państwie członkowskim²⁴⁰. Konstrukcja ta bazuje na założeniu wskazania jednolitego dla wszystkich akcjonariuszy spółki momentu, na który ustala się stan posiadania akcji, rozstrzygający o możliwości wykonywania uprawnienia do udziału w walnym zgromadzeniu, a w konsekwencji do wykonywania prawa głosu. W ten sposób można zidentyfikować krąg akcjonariuszy²⁴¹, chociaż w ujęciu historycznym, owa identyfikacja bowiem następuje na określony dzień. Na marginesie należy zauważyć, że dzień rejestracji opiera

²³⁸ Por. także *ibidem*, s. 716 i n.

²³⁹ Szerzej por. M. Michalski, *Reżim legitymacyjny w spółce akcyjnej*, PPH 2011, nr 2, s. 23 i n.

²⁴⁰ Por. również m.in. M. Michalski, *Uwagi krytyczne do niektórych aspektów nowelizacji kodeksu spółek handlowych z 5.12.2008 r.*, PPH 2010, nr 2, s. 10 oraz A. Chłopecki, *Materialnoprawne i legitymacyjne skutki tzw. record date*, PPH 2010, nr 6, s. 23 i n.; także J. Kołacz, *Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy*, M. Praw. 2008, nr 9, s. 463.

²⁴¹ A. Chłopecki, *Materialnoprawne i legitymacyjne skutki...*, s. 24.

się na modelu dnia ustalenia prawa²⁴², z jakim mamy do czynienia w sytuacjach realizacji uprawnień majątkowych, jak prawo do dywidendy (por. art. 348 § 2 zdanie drugie k.s.h.) czy prawo poboru akcji nowych emisji (por. art. 432 § 2 zdanie pierwsze k.s.h.), tzn. takich, które wykonywane są za pośrednictwem urzędów rejestrujących stan posiadania praw akcyjnych przesądzających o statusie poszczególnych akcjonariuszy. Ustawodawca polski przyjął jako miarodajny dzień przypadający na 16 dni przed datą walnego zgromadzenia (por. art. 406¹ § 1 k.s.h.), co mieści się w granicach czasowych zakreślonych przez art. 7 ust. 3 dyrektywy 2007/36/WE, która nakazuje, aby dzień rejestracji był jednolity dla wszystkich akcjonariuszy spółek objętych jej zakresem przedmiotowym. Wobec tego nie jest dopuszczalne jakiegokolwiek różnicowanie dnia rejestracji zarówno w odniesieniu do formy akcji, jak też ich postaci. Dzień rejestracji stanowi zatem moment miarodajny dla wykazania statusu akcjonariusza, co z kolei będzie przesądzać o dopuszczeniu ich do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, przy czym chodzi tutaj o stan na koniec dnia, będący momentem referencyjnym rozstrzygającym o możliwości do wykonywania uprawnień korporacyjnych²⁴³. Należy przy tym zaznaczyć, że w odniesieniu do akcji mających formę dokumentu art. 406³ § 1 k.s.h. stanowi, iż dokumenty takich akcji – złożonych na potrzeby ustalenia uprawnienia – nie mogą być odebrane przed zakończeniem dnia rejestracji. Zamiast dokumentów akcji akcjonariusze mogą przedłożyć spółce zaświadczenie wydane przez notariusza, bank lub firmę inwestycyjną mającą siedzibę lub oddział na terytorium Unii Europejskiej lub państwa będącego stroną umowy o EOG, potwierdzające zdeponowanie akcji oraz stwierdzające, że akcje w nim wymienione nie zostaną wydane przed upływem dnia rejestracji.

O ile sytuacja akcjonariuszy spółek publicznych posiadających akcje w formie dokumentów jest – z punktu widzenia reguł porządku legitymacyjnego – wyznaczona przez fakt posiadania akcji, o tyle w przypadku akcji zdematerializowanych ustawodawca musiał przewidzieć procedurę szczególną, w oparciu o którą dokonuje się identyfikacji akcjonariusza uprawnionego do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu. Procedurę powyższą rekonstruuje się na podstawie art. 406³ § 2 w zw. z § 6–8 k.s.h. Krok pierwszy polega na żądaniu przez akcjonariuszy spółki publicznej posiadających akcje zdematerializowane – nie wcześniej niż po ogłoszeniu walnego zgromadzenia, ale nie później niż w pierwszym dniu po dniu rejestracji – od podmiotu uprawnionego, tj. podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych, wystawienia tzw. imiennego zaświadczenia o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, o jakim mowa w art. 406³ § 2 k.s.h. Krok drugi obejmuje działania podejmowane przez podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych, które wystawiły zaświadczenia o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, a które w związku z tym faktem przekazują – nie później niż na 12 dni przed datą walnego zgromadzenia

²⁴² Szerzej również M. Michalski, *Uwagi krytyczne do niektórych...*, s. 11.

²⁴³ Por. także M. Michalski, *Reżim legitymacyjny w spółce...*, s. 28 i n.

– informację o tym do podmiotu prowadzącego depozyt papierów wartościowych, jakim jest KDPW S.A. (por. art. 406³ § 7 zdanie pierwsze w zw. ze zdaniem drugim k.s.h.). W kroku trzecim KDPW S.A., w oparciu o dane otrzymane od podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych, przygotowuje wykaz osób będących akcjonariuszami spółki na dzień rejestracji (art. 406³ § 7 zdanie pierwsze w zw. z § 6 k.s.h.). W kroku czwartym KDPW S.A. udostępnia wykaz osób zarejestrowanych w dniu rejestracji jako akcjonariusze spółki publicznej tejże spółce, przy czym przekazanie przedmiotowego wykazu następuje w drodze wykorzystania środków komunikacji elektronicznej nie później niż na tydzień przed dniem walnego zgromadzenia (por. art. 406³ § 8 k.s.h.). Gdyby jednak doszło do przeszkód natury technicznej uniemożliwiających przekazanie przez KDPW S.A. wykazu akcjonariuszy uprawnionych, wówczas z mocy art. 406³ § 8 zdanie drugie k.s.h. dokument taki zostaje przekazany spółce w formie fizycznej nie później niż na sześć dni przed datą walnego zgromadzenia. Akcjonariusze z akcji zdematerializowanych mogą zatem uczestniczyć w walnym zgromadzeniu, o ile zgłosili żądanie wydania im imiennego zaświadczenia o prawie do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu, czynność bowiem wydania tego dokumentu jednocześnie uruchamia cały proces techniczny, zmierzający do zamieszczenia ich w wykazie przekazywanym przez KDPW S.A. spółce publicznej, przedmiotowy wykaz zaś będzie stanowić podstawę do weryfikacji przez spółkę osób uprawnionych²⁴⁴. dopełnieniem rozwiązań przewidzianych w ramach porządku legitymacyjnego w spółce publicznej jest art. 406⁴ k.s.h., który znosi obowiązującą do 2008 r. i wywodzoną jeszcze z prawa akcyjnego z 1928 r. – a także osadzoną mocno w kodeksie handlowym – zasadę tygodniowej karencji. Tym samym akcjonariusze mogą przenosić akcje w okresie między dniem rejestracji a dniem zakończenia walnego zgromadzenia. Rozwiązanie takie przewiduje wprost dyrektywa 2007/36/WE w art. 7 ust. 1 lit. b. Wobec tego dopuszczalna jest sytuacja, kiedy w walnym zgromadzeniu uczestniczyć będzie osoba, która co prawda formalnie jest zarejestrowana jako akcjonariusz spółki, niemniej *de facto* zbyła już akcje, a tym samym utraciła legitymację materialną. Ta sama zasada co do akcjonariuszy odnosi się również do zastawników oraz użytkowników posiadających akcje na okaziciela, o ile umowa zastawu bądź użytkownika przewiduje, że mogą oni wykonywać prawo z akcji obciążonych wspomnianymi rzeczowymi prawami ograniczonymi. Należy zaznaczyć, że ustawa wprowadza mechanizmy zapewniające wiarygodność zaświadczeń przedkładanych spółce zamiast dokumentów akcji, gdyż z mocy art. 590 pkt 1 k.s.h. wystawienie fałszywego zaświadczenia rodzi odpowiedzialność karną w postaci kary grzywny, kary ograniczenia wolności bądź kary pozbawienia wolności do roku.

²⁴⁴ Krytycznie na temat tego systemu weryfikacji akcjonariuszy zwłaszcza M. Michalski, *Spółka...*, s. 551.

Szczególna sytuacja w ramach porządku legitymacyjnego występuje w przypadku instytucji tzw. rachunków zbiorczych, przewidzianych w art. 8a u.o.i.f.²⁴⁵ Wprowadzenie rachunków zbiorczych spowodowało transformację systemu depozytowo-rozliczeniowego z dwustopniowego na wielostopniowy, wobec czego pojawia się w jego obrębie poziom pośredni między rzeczywistym uprawnionym z papieru wartościowego, jakim jest klient podmiotu, dla którego prowadzony jest rachunek zbiorczy, a uczestnikiem systemu depozytowego, jakim jest posiadacz rachunku zbiorczego. Rachunki zbiorcze mogą być prowadzone wyłącznie przez podmioty uprawnione z mocy prawa – oraz na podstawie właściwych zezwoleń – do prowadzenia rachunków papierów wartościowych w rozumieniu art. 4 ust. 1 u.o.i.f. Tym samym rachunki takie mogą być prowadzone tylko przez uczestników systemów rejestracji, którzy zarazem są umocowni do uczestniczenia w odpowiednich systemach rozliczania i rozrachunku transakcji, o których mowa w art. 45a ust. 1 oraz art. 45c u.o.i.f., których przedmiotem są zdematerializowane papiery wartościowe rejestrowane w tychże systemach zgodnie z zasadą określoną w art. 7 ust. 1 u.o.i.f. Podmioty prowadzące rachunki zbiorcze prowadzą je tylko na rzecz podmiotów wymienionych w katalogu zamkniętym, określonym w art. 8a ust. 2 u.o.i.f. Rachunki zbiorcze są przeznaczone wyłącznie dla posiadaczy takich rachunków, którymi mogą być wyłącznie: a) osoby prawne lub inne jednostki organizacyjne z siedzibą poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, wykonujące zadania w zakresie centralnej rejestracji papierów wartościowych i podlegające nadzorowi właściwego organu sprawującego nadzór nad instytucjami finansowymi w państwie członkowskim Unii Europejskiej (por. art. 3 pkt 22 u.o.i.f.); b) zagraniczne firmy inwestycyjne nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, tj. niedziałające zgodnie z przepisami art. 115 albo 117 u.o.i.f., uprawnione do prowadzenia działalności w zakresie rejestrowania instrumentów finansowych w państwie ich siedziby; c) zagraniczne firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej bez otwierania oddziału, czyli na podstawie art. 117 u.o.i.f., uprawnione do prowadzenia działalności w zakresie rejestrowania instrumentów finansowych w państwie ich siedziby; d) zagraniczne osoby prawne z siedzibą w państwie równoważnym, uprawnione do prowadzenia działalności maklerskiej w zakresie rejestrowania instrumentów finansowych w państwie ich siedziby, nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej; e) banki zagraniczne z siedzibą w państwie równoważnym, uprawnione do prowadzenia działalności w zakresie rejestrowania instrumentów finansowych w państwie ich siedziby, tj. prowadzące działalność powierniczą. Uogólniając, można skonstatować, że posiadaczami rachunków zbiorczych mogą być tylko szeroko rozumiane instytucje finansowe, włączając w to instytucje depozytowe oraz banki, mające siedzibę

²⁴⁵ Por. na ten temat szerzej M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 636 i n.

poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, w krajach kwalifikowanych jako inne kraje członkowskie Unii Europejskiej, tudzież inne kraje równoważne, których przedmiot działalności obejmuje uczestnictwo – w różnym charakterze, jako pośrednika bądź prowadzącego rejestrację papierów wartościowych – w obrocie instrumentami finansowymi²⁴⁶.

W trakcie analizy zasad reżimu legitymacyjnego w spółce publicznej w kontekście instytucji rachunków zbiorczych nasuwa się wniosek, że posiadacz rachunku zbiorczego nie jest rozpoznawany przez system prawa polskiego jako uprawniony z akcji zapisanych na tym rachunku, na co wskazuje w pierwszej kolejności art. 8a ust. 3 u.o.i.f. W konsekwencji status uprawnionego wypada przyznać osobom wskazanym przez posiadacza rachunku zbiorczego jako posiadacze akcji spółki publicznej, jako że do nich właśnie odwołuje się art. 8a ust. 4 u.o.i.f., w którym mowa o „osobach wskazanych podmiotowi prowadzącemu rachunek zbiorczy przez posiadacza tego rachunku” nazywanych „osobami uprawnionymi z papierów wartościowych zapisanych na takim rachunku”. Niemniej na potrzeby ustalenia tego statusu – co występuje w ramach relacji posiadacza rachunku z jego klientem – znajdują zastosowanie właściwe przepisy prawa obcego, a nie polskiego²⁴⁷. W doktrynie prawa konkluduje się zatem, że przepisy prawa polskiego mają tutaj znaczenie wtórne, ponieważ jedynie przesądzają, że miarodajne dla uznania przez prawo polskie podmiotu jako rzeczywistie uprawnionego jest wskazanie go przez posiadacza rachunku zbiorczego²⁴⁸. Osoba tak wskazana jako osoba uprawniona z papierów wartościowych zapisanych na takim rachunku jest traktowana jako akcjonariusz spółki publicznej. Co więcej, posiadacz rachunku zbiorczego dokonuje również wskazania odpowiedniej liczby papierów wartościowych (akcji) przypisanych uprawnionemu. Mając na uwadze specyfikę rachunków zbiorczych oraz status osób wskazanych przez posiadacza takiego rachunku jako uprawnionych z papierów wartościowych, art. 10a ust. 1 u.o.i.f. stanowi, że w odniesieniu do akcji spółki publicznej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, zapisanych na rachunku zbiorczym, za zaświadczenie o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, o którym mowa w art. 406³ § 2 k.s.h., uważa się również dokument o treści wskazanej w art. 406³ § 3 k.s.h., sporządzony w języku polskim lub angielskim i wystawiony przez posiadacza tego rachunku. W świetle powyższej regulacji przyjmuje się w doktrynie, że dokumenty wystawiane w oparciu o przedmiotowy art. 10a u.o.i.f. jakkolwiek nie są imiennymi zaświadczeniami o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, niemniej przysługują im status imiennego zaświadczenia²⁴⁹. W konsekwencji dokumenty te pełnią wszystkie funkcje przypisane imiennemu zaświadczeniu w świetle art. 406³ k.s.h.²⁵⁰ Posiadacz

²⁴⁶ *Ibidem*.

²⁴⁷ *Ibidem*, s. 638 i n.

²⁴⁸ *Ibidem*, s. 639.

²⁴⁹ *Ibidem*, s. 652.

²⁵⁰ *Ibidem*.

rachunku zbiorczego wystawia zatem na żądanie osoby, na rzecz której dokonywane są zapisy na tym rachunku, dokument równoważny imiennemu zaświadczeniu o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, przy czym może być on sporządzony alternatywnie w języku polskim bądź angielskim. W tym sensie konsumowany jest wymóg z art. 406³ § 2 k.s.h. W dalszej kolejności posiadacz rachunku zbiorczego sporządza wykaz osób uprawnionych, dla których wystawiono dokumenty równoważne imiennym zaświadczeniom, co pozostaje w zgodzie z wymogiem statuowanym w art. 406³ § 7 k.s.h. Powyższy wykaz przekazywany jest następnie podmiotowi prowadzącemu depozyt papierów wartościowych, tj. bądź KDPW, bądź spółce zależnej od niego, która przejęła wykonywanie niektórych zadań ustawowych KDPW, aby z kolei ten podmiot sporządził zbiorczy wykaz akcjonariuszy. Dopiero wtedy przedmiotowy zbiorczy wykaz przekazywany jest zainteresowanej spółce publicznej, co *de facto* czyni zadość obowiązkowi przewidzianemu w art. 406³ § 8 k.s.h.

W spółce publicznej modyfikacji podlega porządek legitymacyjny stosowany przy akcjach imiennych, jako że art. 406² k.s.h. utrzymuje w odniesieniu do nich ogólną zasadę, zgodnie z którą o legitymacji przesądza wpis do księgi akcyjnej. Jednakże ustawa zmienia termin, w jakim ten wpis powinien pozostawać aktualny. Chodzi o to, aby została zapewniona miarodajność dnia rejestracji, o którym mowa w art. 406¹ § 1 k.s.h., dla wszystkich akcjonariuszy spółki publicznej, bez względu na fakt, czy posiadają oni akcje w formie dokumentów, czy też akcje zdematerializowane. Z tej przyczyny akcjonariusze spółki publicznej posiadający akcje imienne muszą być wpisani do księgi akcyjnej w dniu rejestracji uczestnictwa na walnym zgromadzeniu²⁵¹.

Jeżeli chodzi o zasady uczestniczenia akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu, uczestniczą oni w nim albo osobiście, albo przez pełnomocników, przy czym z mocy art. 412² § 1 k.s.h. pełnomocnikiem akcjonariusza nie może być ani członek zarządu spółki, ani jej pracownik, co tłumaczy się tym, że ich związek ze spółką stanowi przeszkodę we właściwym reprezentowaniu interesów mocodawcy, skoro pełnomocnik powinien działać ze szczególną dbałością o dobro mocodawcy. Powyższy zakaz nie obowiązuje wszakże w stosunku do członków zarządu i pracowników spółki publicznej (por. art. 412² § 2 k.s.h.). Przedmiotowe pełnomocnictwo powinno być udzielone na piśmie, pod rygorem jego nieważności (por. art. 412 § 2 k.s.h.), oraz dołączone do księgi protokołów walnego zgromadzenia (por. art. 421 § 3 k.s.h.). Nie można przy tym ograniczać prawa ustanawiania pełnomocnika oraz liczby pełnomocników. Również jeden pełnomocnik może reprezentować więcej niż jednego akcjonariusza, głosując przy tym odmiennie z akcji każdego ze swoich mocodawców (por. art. 412 § 5 k.s.h.). Z mocy wyraźnego rozstrzygnięcia ustawodawcy pełnomocnik wykonuje wszystkie uprawnienia przysługujące akcjonariuszowi, chyba że w pełnomocnictwie zastrzeżono inaczej (por. art. 412 § 3 k.s.h.).

²⁵¹ Por. także M. Michalski, *Spółka...*, s. 558.

Oznacza to, że nie ma potrzeby – tak jak to przyjmowano w dotychczasowej praktyce – wskazywania w treści pełnomocnictwa uprawnień, w zakresie których pełnomocnik był umocowany, nawet gdy wyczerpywały one zakres uprawnień służących akcjonariuszowi.

W przeciwieństwie do spółek niepublicznych, w przypadku spółek publicznych mamy do czynienia z różnymi formułami przeprowadzenia głosowania, co wynika z transpozycji przepisów dyrektywy 2007/36/WE. Dyrektywa ta, a zwłaszcza jej implementacja, w znacznym stopniu zmieniła podejście do techniki oddawania głosu, dopuszczając bowiem oddawanie głosów *in absentia* (por. art. 8 ust. 1 lit. c dyrektywy 2007/36/WE) – przed lub w trakcie walnego zgromadzenia – bez konieczności ustanawiania pełnomocnika fizycznie obecnego na walnym zgromadzeniu oraz głosowanie korespondencyjne (por. art. 12 dyrektywy 2007/36/WE). Powyższe sposoby oddawania głosu dopuszczalne są wyłącznie w spółkach publicznych, ich zastosowanie zaś w konkretnej spółce możliwe jest pod warunkiem wprowadzenia odpowiednich postanowień do aktów regulacyjnych spółki przewidujących wykonywanie prawa głosu przed lub w trakcie walnego zgromadzenia w drodze *e-votingu* lub przy wykorzystaniu innych form komunikacji elektronicznej, na przykład w drodze oddawania głosów *on-line* przy połączeniach internetowych, co, zgodnie z art. 406⁵ § 1 pkt 3 k.s.h., wymaga zmian w statucie spółki, oraz korespondencyjnie, jeśli, zgodnie z art. 411¹ § 1 k.s.h., przewiduje to regulamin walnego zgromadzenia. Głosowanie w formule *e-votingu* oraz przy zastosowaniu innych mechanizmów elektronicznego przesyłania danych polega, zgodnie z art. 406⁵ § 2 k.s.h., na wykorzystaniu w tym celu środków komunikacji elektronicznej, do czego konieczne jest ze strony spółki użycie takich systemów komunikacji, które zapewnią identyfikację akcjonariuszy i równocześnie zagwarantują bezpieczeństwo komunikacji, co przepis opisuje, stanowiąc, iż „udział akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu może podlegać jedynie wymogom i ograniczeniom, które są niezbędne do identyfikacji akcjonariuszy i zapewnienia bezpieczeństwa komunikacji”. Dlatego też w literaturze przedmiotu próbuje się doprecyzować – od strony negatywnej – jakie środki porozumiewania się na odległość mogą nie spełniać warunków brzegowych, zapewniających bezpieczny próg odbywania walnego zgromadzenia. Wskazuje się więc tutaj: 1) wszelkiego rodzaju reemisje, tj. sytuacje, gdy nie dochodzi do przekazu obrad w czasie rzeczywistym, ale po zakończeniu walnego zgromadzenia; 2) środki komunikacji elektronicznej, które nie pozwalają na identyfikację akcjonariuszy przy głosowaniu; 3) środki komunikacji elektronicznej, które nie zapewniają bezpieczeństwa w komunikacji elektronicznej, czyli generują bądź nie eliminują ryzyka oddziaływania osób nieuprawnionych²⁵².

Trzeba w tym miejscu skonstatować, że regulacja przewidziana w przepisach kodeksu spółek handlowych pozostaje w tej materii niezwykle ogólnikowa, żeby

²⁵² Por. J.J. Zięty, *Uprawnienia akcjonariuszy polskich spółek publicznych w świetle dyrektywy 2007/36/WE*, Warszawa 2015, s. 127.

nie powiedzieć wręcz lakoniczna i sprowadza się do przykładowego wymienienia w art. 406⁵ § 1 k.s.h.: 1) transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym; 2) dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w innym miejscu niż miejsce obrad walnego zgromadzenia; 3) wykonywania prawa głosu osobiście lub przez pełnomocnika przed albo w toku walnego zgromadzenia.

Przywołany przepis art. 406⁵ § 1 k.s.h. jest *de facto* powtórzeniem art. 8 dyrektywy 2007/36/WE, która również przykładowo wymienia: 1) tzw. internetowe walne zgromadzenie (por. art. 8 ust. 1 lit. a dyrektywy 2007/36/WE), polegające na wykorzystaniu sieci Internet w sposób umożliwiający bieżące śledzenie obrad walnego zgromadzenia *on-line*, i w zależności od uznania samej spółki albo z dopuszczeniem aktywnego uczestnictwa akcjonariuszy w tych obradach, albo z ograniczeniem się jedynie do biernego obserwowania obrad; 2) tzw. telezgromadzenie, jakie odbywa się wówczas, gdy równolegle organizowane są zebrania akcjonariuszy w kilku miejscach, nawet na terytorium różnych państw członkowskich Unii Europejskiej (por. art. 8 ust. 1 lit. b dyrektywy 2007/36/WE), w ramach którego – przy wykorzystaniu satelitarnych środków transmisji dźwięku i obrazu – akcjonariusze przebywający w odległych od siebie miejscach mogą wzajemnie komunikować się ze sobą oraz 3) tzw. oddawanie głosu *in absentia*, tj. bezpośrednie wykonywanie uprawnień korporacyjnych bez konieczności ustanowienia pełnomocnika, przed lub w trakcie walnego zgromadzenia, co przewiduje art. 8 ust. 1 lit. c dyrektywy 2007/36/WE. W literaturze przedmiotu słusznie zauważono, że ustawodawca polski praktycznie przepisał treść art. 8 dyrektywy 2007/36/WE wraz ze wskazanymi tam przykładowymi sposobami wykorzystania środków komunikacji elektronicznej, zmieniając jedynie nieco redakcję art. 8 ust. 1 lit. b i c²⁵³. Tym samym cały ciężar regulacyjny – wraz z towarzyszącym mu ryzykiem – w odniesieniu do różnorodnych, poza tradycyjną, formuł oddawania głosów na walnym zgromadzeniu został przerzucony na poziom regulacji statutowej zainteresowanej spółki publicznej.

Trzeba podkreślić, że mechanizmy zapewniające tzw. elektroniczne – czy nazywane też „wirtualnym”²⁵⁴ – uczestnictwo w walnym zgromadzeniu *de facto* prowadzą do sytuacji, gdy w siedzibie spółki, w rozumieniu art. 403 zdanie pierwsze k.s.h., albo w innej miejscowości, zgodnie z art. 403 zdanie trzecie k.s.h., zgromadzone pozostają tylko niektóre osoby uczestniczące w walnym zgromadzeniu, jak na przykład przewodniczący czy też notariusz, pozostali zaś uczestnicy zgromadzenia komunikują się w ramach obrad za pomocą środków komunikacji elektronicznej. Przy czym wobec lakoniczności regulacji prawnych

²⁵³ Tak zwłaszcza 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. 530.

²⁵⁴ Por. m.in. J. Kołacz, *Dyrektywa 2007/36/WE Parlamentu...*, s. 464; także M. Michalski, *Spółka...*, s. 724.

brak podstaw do sformułowania tezy o dopuszczalności przeprowadzenia całkowicie wirtualnego walnego zgromadzenia, tzn. takiego, które odbywałoby się tylko i wyłącznie w przestrzeni wirtualnej, bez jednoczesnego stworzenia w oznaczonym miejscu centrum koordynacyjno-organizacyjnego, gdzie – poza ewentualnymi akcjonariuszami – powinni być obecni co najmniej przewodniczący walnego zgromadzenia, członkowie zarządu spółki i jej rady nadzorczej oraz notariusz²⁵⁵. W literaturze przedmiotu podnosi się uwagę, że głównym ryzykiem w prowadzeniu owych „elektronicznych” (czy „wirtualnych”) walnych zgromadzeń jest ryzyko przerwania połączenia²⁵⁶. Wydaje się jednak, że przy obecnym stanie tzw. cyberprzestrzeni problem ten jest nieco już archaiczny, podczas gdy na plan pierwszy wysuwają inne niebezpieczeństwa, jak przejmowanie przechowywania danych, zagrożenie wirusami komputerowymi, podsłuch komputerowy czy wreszcie sabotaż komputerowy, a zatem ryzyka diagnozowane w związku z ogólnym już problemem bezpieczeństwa cyberprzestrzeni. Jedyny postulat, jaki zdaje się pozostawać aktualny w tym obszarze, to nie sztywne definiowanie zagrożeń, lecz – z uwagi na dynamikę i rozwojowość samego zjawiska cyberprzestrzeni – konieczność stałego monitorowania potencjalnych zagrożeń i systemu operacyjno-logistycznego, zapewniającego spółce możliwość bezpiecznego oraz sprawnego zarazem przeprowadzania takich walnych zgromadzeń.

Jeżeli chodzi o głosowanie korespondencyjne w spółce publicznej, zostało ono poddane szczegółowej regulacji zamieszczonej w art. 411¹ oraz art. 402³ § 1 pkt 5 i § 3 k.s.h. Ten sposób wykonywania prawa głosu zastrzeżono wyłącznie dla spółek publicznych, przy czym jego konkretyzacja wymaga zawarcia odpowiednich postanowień w regulaminie walnego zgromadzenia. Warunkiem przystąpienia do głosowania korespondencyjnego jest skorzystanie z wystandaryzowanych formularzy zamieszczanych przez spółkę na jej stronie internetowej, chyba że spółka przesyła formularze bezpośrednio do wszystkich akcjonariuszy, na co zwraca uwagę art. 402³ § 1 pkt 5 *in fine* k.s.h., co jednak jest wątpliwe w spółce publicznej, z uwagi nie tylko rozproszenie, ale przede wszystkim anonimowość jej akcjonariatu. Treść takiego formularza z jednej strony obejmuje proponowaną treść uchwały walnego zgromadzenia, z drugiej zaś powinna zawierać miejsca do uzupełnienia w taki sposób, aby umożliwiać: 1) identyfikację akcjonariusza oddającego głos oraz jego pełnomocnika, jeżeli akcjonariusz wykonuje prawo głosu przez pełnomocnika; 2) oddanie głosu, tzn. treść oświadczenia akcjonariusza; 3) złożenie sprzeciwu przez akcjonariuszy głosujących przeciwko uchwale; 4) zamieszczenie instrukcji dotyczących sposobu głosowania w odniesieniu do każdej z uchwał, nad którą głosować ma pełnomocnik. Z uwagi na okoliczność, że głosowanie korespondencyjne wyłącza osobiste stawiennictwo na walnym zgromadzeniu akcjonariusza bądź jego pełnomocnika, musi być ono oparte na rygorystycznym formalizmie, ponieważ tylko tak można zapewnić usunięcie

²⁵⁵ Tak też M. Michalski, *Spółka...*, s. 725.

²⁵⁶ Por. przede wszystkim J.J. Zięty, *Uprawnienia akcjonariuszy polskich...*, s. 127 i n.