

Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym (część I)

Słowa kluczowe: akcjonariusz mniejszościowy, przymusowy odkup, spółka, rynek regulowany, wykluczenie z obrotu giełdowego, upadłość

Ostatnia doniosła nowelizacja¹ ustawy o ofercie publicznej² wprowadziła nowy instrument prawny służący ochronie interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. W razie sankcyjnego wykluczenia tego podmiotu z obrotu na tym rynku przez Komisję Nadzoru Finansowego (dalej Komisja) lub Giełdę Papierów Wartościowych (dalej GPW), jej akcjonariusze mogą żądać od spółki odkupienia ich akcji na zasadach określonych w ustawie o ofercie publicznej. Niniejszy tekst stanowi część pierwszą artykułu poświęconego omówieniu konstrukcji prawnej przedmiotowej procedury. Poruszane są tutaj następujące kwestie: umiejscowienie procedury odkupu akcji w systemie prawa handlowego oraz prawa rynków kapitałowych, charakterystyka spółki, w której odkup akcji jest przeprowadzany, wyłączenie prawa odkupu akcji w przypadku upadłości spółki, przedmiot odkupu oraz typologia akcjonariuszy uprawnionych do żądania odkupu akcji. Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym została uregulowana przez ustawodawcę w sposób daleki od przejrzystego, przez co jej przepisy prawne wywołują liczne wątpliwości interpretacyjne. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie spójnego modelu jej przebiegu.

I. Uwagi wprowadzające

Przedmiotem niniejszego artykułu jest omówienie nowej procedury przymusowego odkupu akcji w spółce akcyjnej, wprowadzonej na mocy Nowelizacji w drodze dodania art. 83a i 83b u.o.p. Przepisy te wyznaczają ramy prawne prawa żądania odkupu akcji sankcyjnie wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym na mocy decyzji Komisji lub GPW. Żądanie to wnieść może wobec spółki wyłącznie jej tzw. akcjonariusz mniejszościowy. W zamierzeniu procedura ta ma służyć wzmocnieniu ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółek notowanych na rynku regulowanym, które mogą zostać poważnie naruszone wskutek zaprzestania prowadzenia ich notowań w obrocie giełdowym³. Konsekwencją sankcyjnego wykluczenia akcji

z obrotu giełdowego jest ich drastyczny spadek płynności oraz trudność dokonania wyceny ich wartości, wskutek czego przeciętny akcjonariusz mniejszościowy nie jest w stanie wyjść na korzystnych dla siebie warunkach z takiej inwestycji (o ile w ogóle). Sankcja w postaci wykluczenia akcji z obrotu giełdowego uderza we wszystkie podmioty zaangażowane (czy to osobowo, czy kapitałowo) w spółkę, a przez to jej ekonomiczne koszty ponoszą również podmioty, które nie przyczyniły się swym działaniem do jej wymierzania wobec spółki⁴.

W ogólnym rozrachunku, istota prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym sprowadza się do złożenia przez określoną ustawowo kategorię akcjonariuszy byłej już spółki publicznej żądania bezwarunkowego odkupu posiadanych przez nich akcji. Żądanie to kierowane jest wobec spółki, która zobowiązana jest odkupić te akcje w określonym terminie na swój rachunek lub rachunek akcjonariuszy pozostających w spółce. U podłoża tej procedury leży zatem utrata statusu spółki publicznej przez spółkę, w której odkup akcji jest realizowany. Ramy prawne tego

1 Ustawa z 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 2217 ze zm.) – dalej Nowelizacja.

2 Ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 ze zm.) – dalej ustawa o ofercie publicznej lub u.o.p.

3 Tak zgodnie z art. 1 pkt 67 uzasadnienia do Nowelizacji (Sejm VIII kadencji, druk sejm. nr 3755). Mając na uwadze, że przywołane stwierdzenie wyczerpuje w całości istotę uzasadnienia do Nowelizacji, nie będzie ono dalej w niniejszym artykule przywoływane. Wyrazić należy ubolewanie, że potrzeba oraz kształt nowej procedury zostały w sposób tak szczątkowy omówione w uzasadnieniu do Nowelizacji.

4 Zob. opinia Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z 29.11.2018 r. do projektu Nowelizacji, <https://www.sii.org.pl/static/img/012642/opinia-sii-do-projektu-nowelizacji-ustawy-o-ofercie-publicznej.pdf> (dostęp: 22.06.2020 r.).

żądania i przebieg procedury odkupu akcji wyznacza art. 83a u.o.p. Zasygnalizować należy na wstępie, że już pobieżna lektura art. 83a i 83b u.o.p. dowodzi, iż sposób uregulowania tej procedury jest daleki od poprawnego, przez co przepisy te są źródłem licznych wątpliwości interpretacyjnych.

Mając na względzie, że omawiana tutaj materia dotyczy pewnych zagadnień związanych z reżimem identyfikacji akcjonariuszy w spółce akcyjnej, który w chwili przygotowania niniejszego artykułu znajduje się w okresie przejściowym związanym z wprowadzeniem obligatorycznej dematerializacji akcji w spółkach niepublicznych⁵, przyjęty został tutaj stan prawny obowiązujący na dzień 1.03.2021 r., kiedy to zmiany te wejdą w pełni w życie⁶.

2. Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym – uwagi systemowe

Z perspektywy systemu prawa handlowego procedurę odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym należy zakwalifikować jako kolejną odmianę instytucji przymusowego wykupu/odkupu akcji przynależnych do określonej kategorii akcjonariuszy w spółce. Po pierwsze, ma ona charakter odkupu, ponieważ jest zawsze inicjowana przez uprawnionych akcjonariuszy mniejszościowych, którzy domagają się odkupienia posiadanych przez nich akcji i w związku z tym występują we własnym imieniu do obowiązanego podmiotu (tutaj: spółka). Po drugie, ma ona charakter przymusowy, gdyż spółka w toku tej procedury występuje zawsze w roli pasywnej i zawsze zobowiązana jest do dokonania odkupu zgodnie z przedłożonym żądaniem (z zastrzeżeniem bezwzględnie obowiązujących wymogów lub ograniczeń przewidzianych w prawie).

Z tych względów procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym konstrukcyjnie jest zbliżona do następujących procedur uregulowanych w przepisach Kodeksu spółek handlowych⁷ oraz ustawy o ofercie publicznej, tj.: (i) wykupu akcji akcjonariuszy niezgadzających się na istotną zmianę przedmiotu działalności spółki (art. 416 § 4 k.s.h.); (ii) przymusowego wykupu i przymusowego odkupu akcji w spółce niepublicznej (odpowiednio: art. 418 i 418¹ k.s.h.); (iii) przymusowego wykupu i przymusowego odkupu akcji w spółce publicznej

(odpowiednio: art. 82 i 83 u.o.p.); (iv) wykupu praw udziałowych wspólnika w spółce przejmowanej w toku uproszczonej procedury łączeniowej (art. 516 § 3 k.s.h.), oraz (v) wykupu praw udziałowych wspólnika w spółce przejmowanej w toku transgranicznej procedury łączeniowej (art. 516¹¹ k.s.h.)⁸.

O ile szczegółowe omówienie uprzednio wymienionych procedur nie jest przedmiotem niniejszego artykułu, uzasadnione wydaje się w ramach tutaj prowadzonych rozważań dokonanie punktowych porównań pomiędzy nimi a procedurą odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym. Zachodzą pomiędzy nimi wyraźne, zauważalne podobieństwa konstrukcyjne, a już *prima facie* procedury: wykupu akcji akcjonariuszy niezgadzających się na istotną zmianę przedmiotu działalności spółki oraz wykupu praw udziałowych wspólnika w spółce przejmowanej w toku transgranicznej procedury łączeniowej posiadają najwięcej cech wspólnych z omawianą tutaj procedurą. Chociaż procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym została uregulowana przez ustawodawcę w sposób całkowicie autonomiczny i nadano jej charakter kompleksowy oraz wyczerpujący, a także nie odsyła ona do żadnych innych przepisów dotyczących przeprowadzenia procedury wykupu/odkupu akcji⁹, nie jest to równoznaczne z brakiem potrzeby sięgania dla celów interpretacji po ustaloną praktykę na gruncie tych innych procedur. W przypadku powstawania luk prawnych przepisy je regulujące mogą znaleźć tutaj zastosowanie *per analogiam*.

Procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym, podobnie jak pozostałe procedury przymusowego odkupu, nakierowana jest wyłącznie na ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Uogólniając, wszystkie one zmierzają do przyznania tym podmiotom uprawnienia do żądania odkupienia ich akcji w spółce na godziwych warunkach i umożliwienia im wyjścia ze spółki bez względu na stanowisko samej spółki lub jej akcjonariuszy większościowych. Zakwalifikować ją zatem należy jako jedno z wielu tzw. praw mniejszości w spółce akcyjnej¹⁰.

Na gruncie ustawy o ofercie publicznej procedurę odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym postrzegać można do pewnego stopnia jako dodatkową sankcję nakładaną na byłą spółkę publiczną. Pierwszą sankcją stanowi kara w postaci wykluczenia jej akcji z obrotu giełdowego. Drugą sankcją staje się zatem konieczność bezwarunkowego spłacenia wychodzących ze spółki akcjonariuszy mniejszościowych. Co jednak warto odnotować, procedura ta nie jest ani warunkiem *sine qua non* sankcyjnego wykluczenia akcji z obrotu giełdowego¹¹, ani koniecznym następstwem tej sankcji.

5 Zgodnie z art. 15–17 ustawy z 30.08.2019 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 1798), spółki akcyjne zobowiązane są w terminie do 31.12.2020 r. przeprowadzić dematerializację wszystkich ich akcji na zasadach określonych w tej ustawie. Ustawa ta wprowadza całkowicie nowe zasady prowadzenia obrotu akcjami oraz nowy reżim identyfikacji akcjonariuszy w spółkach akcyjnych niepublicznych (zblizony do obecnego reżimu istniejącego na gruncie akcje zdematerializowanych).

6 Pierwotnym terminem wejścia w życie obowiązkowej dematerializacji akcji był na dzień 1.01.2021 r. Został on przesunięty o dwa miesiące w zw. z wybuchem pandemii COVID-19. Zob. art. 43 ustawy z 14.05.2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz.U. poz. 875).

7 Ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.) – dalej k.s.h.

8 Przy czym wydaje się, że komentowana procedura w dużej mierze stanowi powielenie i odpowiednie zmodyfikowanie procedury z art. 516¹¹ k.s.h. Wniosek ten potwierdzają również uwagi zgłaszane do projektu Nowelizacji podczas przebiegu prac nad nią.

9 Z perspektywy systemowej art. 417 k.s.h. ogrywa kluczową rolę na gruncie poszczególnych procedur przymusowych wykupów/odkupów.

10 O pojęciu praw mniejszości zob. A. Szumański [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 218 i n.

11 Jak ma to miejsce na gruncie procedury wykupu akcjonariuszy niezgadzających się na istotną zmianę przedmiotu działalności spółki oraz przymusowego wykupu/odkupu akcji. W tych wypadkach, brak skutecznego wykupu/odkupu jest równoznaczny z upadkiem całej procedury. Por. art. 417 § 2 w zw. z art. 418 § 3 zd. 1 oraz art. 418¹ § 6 zd. 3 k.s.h. Zob. też wyrok SN z 20.02.2008 r., II CSK 441/07, LEX nr 371785.

Żądanie odkupu akcji to tylko fakultatywne uprawnienie, z którego może skorzystać akcjonariusz mniejszościowy.

Wydaje się też, że sposób uregulowania tego rodzaju procedur, a w szczególności pod kątem klarowności przepisów, sposobu prowadzenia polityki informacyjnej wobec akcjonariuszy mniejszościowych i skuteczności ochrony ich interesów, powinien być poddany ocenie także z perspektywy przeciętnego obywatela, który nie posiada rozległej wiedzy prawniczej oraz nie zajmuje się profesjonalnym inwestowaniem w spółki akcyjne. W tym względzie już na wstępie należy zauważyć, że sposób uregulowania komentowanej procedury jest daleki od doskonałości i od strony legislacyjnej procedura ta może być pochybiana jako niepełniająca funkcji, do której została ustanowiona.

3. Podmiot odkupu – spółka, której akcje zostały wykluczone z obrotu na rynku regulowanym

Prawo żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym zostało ograniczone wyłącznie do spółek dopuszczonych do obrotu na tym rynku. Pojęcie rynku regulowanego dla celów tej procedury należy wyklądać przez pryzmat art. 14 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹². Chociaż z brzmienia tego przepisu wynika, że na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie zawężono pojęcia rynku regulowanego wyłącznie do rynku regulowanego mieszczącego się na terytorium Polski, to nie powinno budzić wątpliwości, że art. 83a ust. 1 u.o.p. nie znajduje zastosowania wobec zagranicznych rynków regulowanych (w rozumieniu art. 14 ust. 2 u.o.i.f.). W konsekwencji, wykluczenie z obrotu na zagranicznym rynku regulowanym akcji spółki z siedzibą na terytorium w Polsce nie będzie się wiązać z zastosowaniem art. 83a u.o.p.

Kłopotliwa jest natomiast kwestia stosowania tego przepisu względem zagranicznych spółek, których akcje zostały dopuszczone do obrotu na polskim rynku regulowanym. Ustawodawca bowiem przemilczał tę kwestię. Dokonując przeglądu innych instrumentów ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, dla porównania można wskazać sposób uregulowania tej kwestii na gruncie: (i) obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji oraz (ii) procedury wycofania akcji z obrotu zorganizowanego. W tym pierwszym wypadku, zasadniczo zgodnie z art. 90a ust. 1 *in fine* u.o.p., nie stosuje się w tym zakresie przepisów polskiej ustawy, a zastosowanie znajdują przepisy właściwe wedle miejsca siedziby takiej spółki. W tym drugim wypadku natomiast, zgodnie z art. 91 ust. 1 w zw. z art. 92

ust. 1 pkt 4 i 5 u.o.p. obowiązkiem takim objęte są również spółki zagraniczne. Rozdźwięk ten pokazuje odmienne podejście ustawodawcy polskiego do zasad funkcjonowania zagranicznych spółek publicznych na terytorium Polski. Zauważalne jest jednak tutaj to, że art. 83a u.o.p. chroni nie tyle akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej jako takich, ile akcjonariuszy mniejszościowych nabywających jej akcje dopuszczone do określonego rynku regulowanego. Przepis ten zatem funkcjonalnie związany pozostaje z rynkiem regulowanym istniejącym na terytorium Polski. Znaleźć on powinien zastosowanie wobec spółek zagranicznych sankcyjnie wykluczonych z obrotu na polskim rynku regulowanym. Zauważyć jednak należy, że procedura odkupu akcji wykluczonych z obrotu w dużej mierze oparta jest na przepisach polskiego prawa korporacyjnego, a przez to jej stosowanie w praktyce przez spółki zagraniczne może okazać się iluzoryczne. Konieczne byłoby stosowanie *per analogiam* zagranicznych instytucji prawa cywilnego i korporacyjnego.

Rynek regulowany wraz z alternatywnym systemem obrotu współtworzy w myśl art. 3 pkt 9 u.o.i.f. segment obrotu zorganizowanego w Polsce. Dla uproszczenia wywodów wskazać należy, że w Polsce istnieje tylko jeden rynek regulowany akcji oraz jeden alternatywny system obrotu akcjami i są to odpowiednio: Główny Rynek GPW oraz NewConnect, obydwa prowadzone przez GPW. Obydwa te segmenty stanowią w praktyce istotne miejsca obrotu akcjami spółek publicznych, od których wymaga się spełnienia określonych wymogów regulacyjnych, aby dopuścić je do notowania na tych rynkach. Nie powinno zatem budzić wątpliwości, że zagadnienie problematyki ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych i stojące za nią *ratio legis* pozostaje jednakowe w odniesieniu zarówno do spółek notowanych na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu¹³.

Za niezrozumiałą należy uznać decyzję ustawodawcy, który zdecydował się objąć zakresem komentowanej procedury wyłącznie spółki notowane na rynku regulowanym. Wątpliwe jest, by wynikała ona wyłącznie z woli nieobciążania spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu nowymi obowiązkami¹⁴. Tym bardziej że podstawowe mechanizmy ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, jakim jest prawo żądania przeprowadzenia przymusowego odkupu akcji określone w art. 82 u.o.p. oraz obowiązek przeprowadzenia tzw. wezwania delistingującego określonego w art. 91 ust. 5 i 6 u.o.p., obejmują spółki publiczne jako takie. *De lege lata* należy przyjąć, że ustawodawca błędnie ograniczył stosowanie procedury odkupu akcji wyłącznie do spółek notowanych na rynku regulowanym. Trudno

¹² Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2020 r. poz. 89 ze zm.) – dalej u.o.i.f.

¹³ Por. argumentację przytoczoną w opinii Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z 29.11.2018 r. do projektu Nowelizacji – przypis nr 6, a także pkt 14 preambuły dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 173, s. 349, ze zm.). Zob. też M. Spyra [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Warszawa 2016, s. 40–41.

¹⁴ Węższy zakres obowiązków nałożonych na spółki notowane na NewConnect ma się przyczyniać do większej atrakcyjności tego rynku dla emitentów oraz ułatwienia wprowadzenia ich akcji do obrotu giełdowego.



tutaj argumentować za dopuszczalnością stosowania *per analogiam* przepisów regulujących przeprowadzenie procedury odkupu akcji wykluczonych z obrotu w stosunku do spółek wprowadzonych do obrotu na NewConnect.

De lege ferenda postulować należy zmianę art. 83a ust. 1 u.o.p. w taki sposób, by obejmował on kategorię spółek publicznych w rozumieniu art. 4 pkt 20 u.o.p., a nie wyłącznie spółek notowanych na rynku regulowanym. Postulaty takie zgłaszane były na etapie prowadzonych prac legislacyjnych¹⁵.

Ponadto należy zauważyć, że zasadniczo prawo żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym realizowane będzie zawsze wobec spółki niepublicznej¹⁶. Wynika to ze zmiany definicji spółki publicznej zawartej w art. 4 pkt 20 u.o.p., zgodnie z którą od dnia wejścia w życie Nowelizacji za spółkę publiczną uznaje się wyłącznie spółkę, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terenie Polski. Całkowicie znaczenie w tym zakresie stracił fakt dematerializacji akcji takiej spółki, jak to miało miejsce w poprzednim stanie prawnym¹⁷. Formalnoprawnie sankcja w postaci wykluczenia akcji z obrotu na rynku regulowanym wywołuje w praktyce skutek, jakim jest wycofanie akcji danej spółki z obrotu giełdowego w rozumieniu art. 91 ust. 1 u.o.p. oraz uzyskanie przez nią statusu spółki niepublicznej¹⁸. Skutek ten następuje z dniem wykluczenia z obrotu (por. art. 96 ust. 5 w zw. z obecnie obowiązującym art. 91 ust. 2 u.o.p.)¹⁹²⁰. Ten wniosek ponadto jest wzmocniony dosłownym brzmieniem art. 83a ust. 1 zd. 1 u.o.p., który wprost stanowi, że prawo to przysługuje akcjonariuszowi spółki, której akcje zostały wykluczone z obrotu. A skoro nie jest już ona na nim notowana, to jest była spółką publiczną.

Ze względu na powyższe, pomimo że odkup z art. 83a u.o.p. *de facto* przeprowadzany jest w spółkach

niepublicznych, należy zaaprobować decyzję ustawodawcy o umiejscowieniu tych przepisów w ustawie o ofercie publicznej, a nie w Kodeksie spółek handlowych. Procedura ta ściśle związana jest z funkcjonowaniem podmiotów działających na rynku kapitałowym, od strony aksjologicznej pełni zbliżoną rolę jak wezwanie delistingujące, zatem umiejscowienie w tym akcie prawnym norm ją regulujących jest prawidłowe.

4. Wyłączenie prawa odkupu akcji

Prawo żądania odkupu akcji spółki wykluczonej z obrotu nie jest prawem bezwzględny. Zostało ono wprost wyłączone na mocy art. 83b u.o.p., zgodnie z którym akcjonariusz nie może żądać odkupu akcji w przypadku ogłoszenia upadłości spółki lub wydania postanowienia o oddaleniu wniosku o ogłoszeniu jej upadłości ze względu na to, że majątek spółki co najwyżej wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania upadłościowego. Kwestie związane z problematyką upadłościową reguluje Prawo upadłościowe²¹. Odnotować należy, że przepis ten zbliżony jest w swej formie do art. 418¹ § 8 k.s.h., który wyłącza możliwość zrealizowania żądania przymusowego odkupu akcji w spółce niepublicznej w przypadku m.in. spółek w upadłości. Co oczywiste, art. 83b u.o.p. nie znajduje zastosowania wobec któregośkolwiek z postępowań restrukturyzacyjnych określonych w art. 2 Prawa restrukturyzacyjnego²².

Pierwszym ze zdarzeń wskazanych powyżej jest ogłoszenie upadłości spółki. Zgodnie z art. 52 pr. up. ogłoszenie upadłości następuje z chwilą wydania postanowienia o ogłoszeniu upadłości spółki przez właściwy sąd rejonowy. Innymi słowy, datą ogłoszenia upadłości spółki jest data widniejąca na postanowieniu wydanym na posiedzeniu niejawnym²³. W szczególności nie należy przyjmować, że ogłoszenie upadłości następuje z inną chwilą, przykładowo obwieszczenia o ogłoszeniu upadłości, czy też z chwilą uprawomocnienia się postanowienia o upadłości²⁴. Spółka zatem staje się upadłą, wobec którego prowadzone będzie dalsze postępowania upadłościowe (upadłość likwidacyjna).

Natomiast drugie ze zdarzeń wskazanych powyżej odnosi się do problematyki tzw. ubóstwa masy upadłościowej, uregulowanego w art. 13 pr. up. Sąd obowiązany jest oddać wniosek o ogłoszenie upadłości spółki, jeśli jej majątek wystarcza najwyżej na zaspokojenie kosztów prowadzenia postępowania upadłościowego. *Ratio legis* tego przepisu tkwi w braku uzasadnienia prowadzenia postępowania upadłościowego w sytuacji, gdy majątek spółki

15 Zob. opinia Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z 29.11.2018 r. do projektu Nowelizacji.

16 W polskiej praktyce obrotu giełdowego nie zdarza się, aby dochodziło do równoległego notowania akcji tej samej spółki na GPW i NewConnect. Nie miałoby to zresztą żadnego uzasadnienia ekonomicznego. Spółki albo wchodzi bezpośrednio na GPW, albo najpierw wchodzi na NewConnect, a następnie przechodzą na główny parkiet.

17 Por. art. 4 pkt 20 u.o.p. w brzmieniu obowiązującym przed wejściem w życie Nowelizacji, tj. zgodnie z nim spółka publiczną była spółka, której co najmniej jedna akcja została zdematerializowana na zasadach określonych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. O krytyce tego pojęcia zob. M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008/1, s. 7–8.

18 Na marginesie poczynić należy uwagę odnoszącą się do sposobu dalszego przechowywania akcji spółki wykluczonej z obrotu, co w istotny sposób wpływa na obowiązujący w niej porządek legitymacyjny z akcji. Art. 91b ust. 1 u.o.p. ustanawia tutaj fikcję prawną, w świetle której tak wykluczone akcje uważa się za zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych w rozumieniu art. 328¹¹ k.s.h. już od chwili ich wykluczenia. Podlegają one zatem dalej reżimowi prawnemu właściwemu dla zdematerializowanych akcji ustanowionemu na podstawie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Nie jest zatem konieczne podejmowanie tutaj żadnych działań, jak wymagane to było w uprzednio obowiązującym stanie prawnym, zmierzających do przywrócenia im formy dokumentowej itd. W trybie określonym w art. 92a u.o.p. akcje te mogą zostać jednak wycofane z depozytu papierów wartościowych i przeniesione do rejestru akcjonariuszy.

19 Art. 91 ust. 2 u.o.p. ma zostać uchylony z dniem 1.03.2021 r.

20 Por. poglądy na gruncie poprzedniego brzmienia tego przepisu, istota art. 91 ust. 2 u.o.p. pozostała ta sama – S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, art. 91 u.o.p., nb 14–15; M. Mataczyński [w:] *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2015, LEX, art. 91 u.o.p., tezy 1, 23–28.

21 Ustawa z 28.02.2003 r. – Prawo upadłościowe (Dz.U. z 2020 r. poz. 1228) – dalej pr. up.

22 Ustawa z 15.05.2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. z 2020 r. poz. 814).

23 Szerzej o problematyce oznaczenia tego terminu, w szczególności w kwestii tego, kiedy dokładnie następuje upadłość spółki, zob. P. Zimmerman, *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Warszawa 2020, Legalis, art. 52 pr. up., nb 2.

24 Por. P. Zimmerman, *Prawo...*, art. 52 pr. up., nb 3; R. Adamus, *Prawo upadłościowe. Komentarz*, Warszawa 2019, Legalis, art. 52 pr. up., nb 1; S. Gurgul, *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Warszawa 2018, Legalis, art. 52 pr. up., nb 1.

nie jest w stanie zaspokoić choćby w minimalnym stopniu interesów wierzycieli. Ustawodawca wychodzi z założenia, że bezprzedmiotowe jest prowadzenie postępowania upadłościowego dla samego faktu jego prowadzenia²⁵. Zauważyć należy w tym wypadku, że wystarczające jest samo wydanie postanowienia, nie zachodzi konieczność ani dokonania jego obwieszczenia zgodnie z art. 13 ust. 4 pr. up., ani użycia przez nie waloru prawomocności. W tym wypadku prowadzone jest wyłącznie postępowanie w przedmiocie ogłoszenia upadłości, a skoro do ogłoszenia upadłości nie dochodzi, to spółka nie uzyskuje statusu upadłego.

W świetle art. 83b u.o.p. konsekwencją wydania któregośkolwiek z wyżej wspomnianych postanowień jest niemożność złożenia przez akcjonariusza mniejszościowego żądania odkupu akcji, a w rezultacie niedopuszczalne jest zainicjowanie komentowanej procedury. Tak złożone żądanie odkupu akcji nie wywołuje żadnych skutków prawnych wobec spółki, a jego ewentualne zaspokojenie obarczone jest wadą nieważności. Jeśli któryśkolwiek z powyższych postanowień zostanie wydane w terminie na złożenie żądania odkupu akcji, o którym mowa w art. 83a ust. 2 u.o.p., a na ten moment żadne żądanie odkupu akcji nie zostało jeszcze złożone spółce, to termin ten ulega zawieszeniu i biegnie dalej od chwili ich uchylecia lub umorzenia postępowania upadłościowego w trybie art. 361 pr. up.²⁶ Brak tutaj podstaw prawnych do przyjęcia stanowiska, że w tym wypadku niedopuszczalność zainicjowania procedury odkupu akcji miałyby mieć charakter trwały i nieodwracalny.

Pomimo to przepis ten budzi jednak dwie zasadnicze wątpliwości z uwagi na swoje brzmienie, z którego wynika wprost, że akcjonariusz nie może żądać odkupu akcji, a nie że nie stosuje się przepisów o odkupie z art. 83a u.o.p.²⁷, w przypadku wydania któregośkolwiek z tych dwóch postanowień. Mianowicie, jakie skutki prawne wywołuje wydanie tych postanowień wobec żądań zgłoszonych przed dniem, od którego postanowienia te wywołują skutki prawne, a także jak uchylene tych postanowień lub umorzenie postępowania upadłościowego wpływa na uprzednio przedłożone spółce żądanie odkupu akcji? Innymi słowy, jak powyższe postanowienia wpływają na zainicjowaną procedurę odkupu akcji?

Po pierwsze, zauważyć należy, że żądanie odkupu akcji kierowane jest wobec spółki (upadłego), czyli podmiotu, wobec którego toczy się postępowanie upadłościowe, i to ten podmiot zobowiązany jest je zaspokoić²⁸. Artykuł 83a ust. 1 u.o.p. kreuje zatem wierzytelność akcjonariusza mniejszościowego wobec spółki. Nie należy poczytywać art. 83b u.o.p. jako przepisu o charakterze *lex specialis* wobec zasad ogólnych postępowania z wierzytelnościami wierzycieli upadłego określonych w Prawie upadłościowym.

Z przepisu tego nie można wyprowadzić wniosku, że tak powstała wierzytelność akcjonariusza wygasa *ex lege*, stanowi on tylko, że akcjonariusz nie może żądać odkupu akcji, a nie że jego roszczenie nie może zostać zaspokojone. W konsekwencji, z chwilą wydania powyższych postanowień procedura odkupu akcji upada²⁹, a wierzytelność akcjonariusza mniejszościowego staje się przedmiotem prowadzonego postępowania likwidacyjnego, tj. podlega zgłoszeniu do spisu wierzytelności oraz zaspokojeniu na zasadach ogólnych.

Po drugie, w razie uchylecia powyższych postanowień lub umorzenia postępowania upadłościowego przyjąć należy, że procedura odkupu akcji może być dalej kontynuowana na zasadach ogólnych. Termin na złożenie żądań odkupu akcji biegnie dalej, a dotychczas złożone żądania odkupu akcji pozostają skuteczne wobec spółki. Nie zachodzi potrzeba ich ponownego składania.

5. Przedmiot odkupu – akcje wykluczone z obrotu na rynku regulowanym

Prawo odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym przysługuje wyłącznie w przypadku wykluczenia ich na podstawie następujących przepisów: art. 96 ust. 1, 1e, 1i, art. 96c ust. 1 u.o.p. oraz art. 20 ust. 3, 4b, 4c i 7d u.o.i.f. Uogólniając, przepisy te odnoszą się do następujących kwestii związanych z funkcjonowaniem spółek publicznych³⁰:

- 1) art. 96 ust. 1, 1e i 1i oraz art. 96c ust. 1 u.o.p. – szeroko rozumianego niewykonywania lub nienależytego wykonywania: (i) obowiązków prospektowych związanych z przeprowadzaniem oferty publicznej papierów wartościowych (w szczególności w zakresie prawidłowości sporządzanych na te cele dokumentów informacyjnych), (ii) obowiązków związanych z podawaniem do wiadomości publicznej informacji bieżących, okresowych lub poufnych;
- 2) art. 20 ust. 3, 4b, 4c i 7d u.o.i.f. – zagrożenia w istoty sposób prawidłowemu funkcjonowaniu rynku regulowanego lub bezpieczeństwa na tym rynku, albo naruszania interesów inwestorów poprzez dalszy obrót akcjami na tym rynku; a także gdy te akcje przestały spełniać warunki dopuszczenia i obrotu na rynku regulowanym, pod warunkiem że wykluczenie ich z obrotu nie spowoduje znaczącego naruszenia interesów inwestorów lub zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania tego rynku.

25 Zob. szerzej: R. Adamus, *Prawo...*, art. 13 pr. up., nb 2; P. Zimmerman, *Prawo...*, art. 13 pr. up., nb 3.

26 Podobnie na gruncie art. 418¹ § 8 k.s.h. R. Adamus, *Przymusowy odkup akcji a postępowanie upadłościowe i naprawcze*, „Monitor Prawniczy” 2011/3, s. 7.

27 Por. brzmienie art. 418¹ § 8 k.s.h.

28 Dokonując zestawienia z art. 418¹ § 8 k.s.h., stwierdzić należy, że stanowi to istotną odmienność w stosunku do przymusowego odkupu akcji w spółce niepublicznej, w ramach którego podmiotem obowiązany do zaspokojenia roszczeń są akcjonariusze większościowi, a nie spółka. Tak przyjęte rozwiązanie uzasadnia wstrzymanie dalszego przeprowadzania procedury przymusowego odkupu akcji.

29 Również nie jest już możliwe składanie żądań odkupu akcji przez pozostałych uprawnionych akcjonariuszy mniejszościowych. Brak także podstaw prawnych do przeprowadzenia procedury odkupu akcji w części, tj. tylko w stosunku do zgłoszonych do tego dnia żądań odkupu akcji przez akcjonariuszy mniejszościowych. Takiemu rozwiązaniu stoi na przeszkodzie art. 83a ust. 3 zd. 2 u.o.p. Skoro w przypadku braku środków na zaspokojenie wszystkich roszczeń odkupu akcji, zaspakają się je proporcjonalnie, to tym bardziej nie powinno się w tym trybie zaspakajać jakichkolwiek roszczeń w razie ogłoszenia upadłości spółki.

30 Niniejsze uogólnienie i uproszczenie wynikają z szerokiego zakresu przedmiotowego wyliczonych przepisów. Nie zachodzi tutaj konieczność ich szczegółowego omówienia, gdyż wiązałyby się to tylko ze spadkiem stopnia przejrzystości tego rozdziału, a zasadniczo dotyczą one kwestii ze sobą niepowiązanych.



Konsekwencją zastosowania tych przepisów jest oczywiście wykluczenie wszystkich akcji danej spółki dopuszczonej do obrotu na rynku regulowanym, a nie tylko części z nich. Wydanie decyzji przez Komisję w przedmiocie wykluczenia tylko niektórych z akcji dopuszczonych do obrotu na tym rynku byłoby rażącym naruszeniem prawa.

Zwrócić uwagę należy ponadto na dokonane przez ustawodawcę w pewien sposób zawężenie zakresu przedmiotowego przymusowego odkupu na mocy art. 83a u.o.p. Prawo żądania odkupu akcji wykluczonych z rynku regulowanego nie przysługuje bowiem wobec wszystkich akcji posiadanych przez danego akcjonariusza w określonej spółce, a wyłącznie wobec akcji, które zostały faktycznie wykluczone z obrotu na rynku regulowanym.

Wniosek ten wynika z brzmienia art. 83a ust. 1 *in fine* u.o.p., zgodnie z którym akcjonariusz „może żądać odkupu posiadanych na ten dzień akcji, które zostały wykluczone z obrotu [...]”. Innymi słowy, prawo żądania odkupu nie obejmuje akcji w ogóle nienotowanych³¹. Ograniczenie to jest o tyle niezrozumiałe, że analogiczne przepisy służące ochronie akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych nie posługują się w ogóle kryterium notowania ich akcji w obrocie zorganizowanym, a zatem ich zakres przedmiotowy obejmuje wszystkie posiadane akcje. I tak, przykładowo art. 83 ust. 1 u.o.p. (dotyczący prawa żądania przymusowego odkupu) mówi ogółem o posiadanych akcjach przez akcjonariusza³², podobnie też stanowi art. 91 ust. 5 u.o.p. (dotyczący zakresu przedmiotowego wezwania delistingowego)³³. Przyjęte rozwiązanie na gruncie art. 83a u.o.p. trudno zatem uznać za optymalne i uzasadnione, mając na względzie aksjologię związaną z komentowaną procedurą. Ewentualnie jego uzasadnienia można się doszukiwać w przyjęciu założenia, że jeśli wspomniani akcjonariusze mniejszościowi w jakikolwiek sposób weszli w posiadanie akcji nienotowanych, to najwyraźniej posiadają na tyle silną pozycję w spółce, by nie zachodziła potrzeba ochrony ich interesów.

uwag o charakterze terminologicznym i konstrukcyjnym. Podyktowane jest to specyfiką tej procedury, szczególnie jeśli dokona się tutaj zestawienia ze zbliżonymi procedurami odkupu akcji. Zasadniczo na gruncie przymusowego wykupu i przymusowego odkupu akcji występują tylko trzy kategorie podmiotów: spółka, akcjonariusze wykupujący (=większościowi) i akcjonariusze wykupywani (=mniejszościowi)³⁴. Odmienne kształtuje się ta sytuacja w przypadku wykupu akcji w trybie art. 416 § 4 k.s.h., gdzie kwalifikacja poszczególnych podmiotów uzależniona jest od ich stosunku do podjętej uchwały w sprawie istotnej zmiany przedmiotu działalności spółki. Wymienić należy tutaj: spółkę, podmioty wykupujące (którymi mogą być akcjonariusze pozostający w spółce oraz osoby trzecie wobec akcjonariuszy) i akcjonariusze wykupowani (=wychodzący ze spółki, czyli niezgadzający się na istotną zmianę przedmiotu działalności spółki)³⁵. W przypadku natomiast odkupu określonego w art. 516¹¹ k.s.h. zaangażowane są następujące podmioty: spółka, akcjonariusze wykupujący i akcjonariusze wykupywani (=wychodzący ze spółki, czyli niezgadzający się na połączenie transgraniczne)³⁶.

W przypadku omawianej procedury odkupu kwalifikacja podmiotów w nim uczestniczących dokonywana jest w sposób dwuetapowy. W pierwszej kolejności grono akcjonariuszy spółki, której akcje zostały wykluczone z obrotu, dzielone jest na dwie przeciwstawne grupy, tj. akcjonariuszy uprawnionych do prawa żądania odkupu akcji oraz akcjonariuszy pozbawionych tego prawa. Podział ten oparty jest na kryterium pozytywnym, jakim jest posiadanie określonego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce oraz na kryterium negatywnym, jakim jest sprawowanie funkcji członka organów spółki. W drugiej kolejności natomiast w odkup zaangażowane są trzy grupy podmiotów: spółka, akcjonariusze wykupujący (z grona akcjonariuszy pozostających w spółce) i akcjonariusze wykupywani (=wychodzący ze spółki, czyli żądający odkupu akcji).

6. Zakres podmiotowy prawa żądania odkupu akcji

6.1. Uwagi terminologiczne i konstrukcyjne

Przystępując do omówienia zagadnienia zakresu podmiotowego prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym, poczynić należy kilka

6.2. Podmioty uprawnione do skorzystania z prawa żądania odkupu akcji

6.2.1. Uwagi ogólne

Prawo żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym w specyficzny sposób określa krąg podmiotów uprawnionych do skorzystania z tego prawa, jeśli zestawimy je ze zbliżonymi regulacjami odnoszącymi się do odkupu akcji.

31 W przypadku niektórych spółek publicznych istnieje praktyka pozostawienia części akcji poza obrotem zorganizowanym. Przeważnie wynika to z ich uprzywilejowania, najczęściej co do prawa głosu. Zob. badania empiryczne dotyczące występowania akcji pluralnych w spółkach giełdowych notowanych na GPW – T. Regucki, *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Warszawa 2018, Legalis, rozdział IV. § 2.III.

32 T. Sójka [w:] *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2015, Legalis, art. 83 u.o.p., nb 4.

33 Przepis ten odsyła do art. 74 ust. 1 u.o.p., który zobowiązuje ogłosić wezwanie na wszystkie akcje w spółce. Por. M. Mataczyński [w:] *Komentarz...*, art. 91 u.o.p., teza 11 oraz komentarz do art. 74 ust. 1 u.o.p.

34 R. Pabis [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. 3b, *Spółka akcyjna. Komentarz*. Art. 393–490, red. A. Opalski, Warszawa 2016, Legalis, art. 418¹ k.s.h., nb 11–18; A. Szumański [w:] S. Sołtyński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks spółek handlowych*, t. 3, *Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301–490*, Warszawa 2013, art. 418¹ k.s.h., nb 5.

35 R. Pabis [w:] *Kodeks...*, art. 417 k.s.h., nb 25 i 27; A. Szumański [w:] S. Sołtyński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks...*, art. 417 k.s.h., nb 21; W. Popiołek [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka Warszawa 2015, Legalis, art. 417 k.s.h., nb 15–17.

36 K. Oplustil [w:] J. Bieniak i in., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, Legalis, art. 516¹¹ k.s.h., nb 4; M. Rodzyńkiewicz [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. 4, *Łączenie, podział i przekształcanie spółek. Przepisy karne. Komentarz*. Art. 491–633, red. A. Opalski, Warszawa 2016, Legalis, art. 516¹¹ k.s.h., nb 2 i 13.

W przypadku przymusowego wykupu i przymusowego odkupu akcji w spółce niepublicznej znaczenie prawne ma stan posiadania akcji wynoszący 95% lub 5% udziału w kapitale zakładowym spółki, podczas gdy w spółce publicznej prawne znaczenie przypisuje się osiągnięciu lub przekroczeniu progu 95% udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce. W tych wypadkach wspomniane stany posiadania są ze sobą w funkcjonalny sposób powiązane, co wynika ze specyfiki konstrukcji tych instrumentów prawnych.

W przypadku wykupu akcji skutek podjęcia uchwały w sprawie istotnej zmiany przedmiotu działalności spółki, stan posiadania akcji nie odgrywa żadnej roli. Akcjonariuszami uprawnionymi do żądania wykupu ich akcji są te podmioty, które zasadniczo głosowały przeciwko powzięciu tej uchwały (jeśli brały udział w tym głosowaniu), a w każdym razie, które złożyły w spółce swoje dokumenty akcji w celu dokonania ich wykupu. Analogiczne rozwiązanie zostało przyjęte na gruncie art. 516¹¹ k.s.h., gdzie kryterium rozstrzygającym jest stosunek poszczególnych akcjonariuszy do powziętej uchwały o połączeniu transgranicznym.

Z perspektywy prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym wyłączone znaczenie ma stan posiadania poszczególnych akcjonariuszy mniejszościowych, który pozostaje całkowicie oderwany od stanu posiadania pozostałych akcjonariuszy w spółce w tym samym dniu referencyjnym. Nie zachodzi tutaj również wymóg podjęcia jakiegokolwiek uchwały przez akcjonariuszy. Decyzja o wyjściu z lub pozostaniu w spółce przez akcjonariuszy mniejszościowych pozostaje wyłącznie w związku z ich stanowiskiem wobec nałożonej sankcji na spółkę.

6.2.2. Akcjonariusz mniejszościowy (wykupowany)

Prawo żądania odkupu akcji wykluczonych w spółce przysługuje wyłącznie określonej grupie akcjonariuszy, która na potrzeby niniejszego artykułu zdefiniowana została jako akcjonariusze mniejszościowi³⁷. Posługiwanie się wobec tej grupy tym terminem jest o tyle uzasadnione, że z prawa tego skorzystać mogą tylko drobni akcjonariusze w spółce, a nie każdy z nich, jak przykładowo ma to miejsce na gruncie art. 416 § 4 czy art. 516¹¹ k.s.h. Z omawianego prawa skorzystać mogą wyłącznie ci akcjonariusze, którzy posiadali³⁸ mniej niż 5% ogólnej liczby głosów w spółce na określony dzień referencyjny. Choć nie wynika to wprost z brzmienia przepisów, jednakże ci akcjonariusze mniejszościowi muszą również posiadać te akcje na dzień złożenia żądania ich odkupu. Natomiast udział w kapitale zakładowym danego akcjonariusza mniejszościowego nie odgrywa tutaj żadnej roli.

Przez pojęcie ogólnej liczby głosów zgodnie z art. 4 pkt 17 u.o.p. rozumie się sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki. Definicję tę należy uzupełnić o zasadę liczenia udziału w liczbie głosów w spółce

na potrzeby obowiązków przewidzianych w rozdziale 4 ustawy, określoną w art. 87 ust. 5 pkt 3 u.o.p. Zgodnie z tym przepisem do liczby głosów posiadanych przez dany podmiot wlicza się liczbę głosów z wszystkich akcji, nawet jeśli wykonywanie prawa głosu jest ograniczone lub wyłączone na mocy statutu, umowy lub przepisu prawa. W szczególności zatem prawo to przysługuje akcjonariuszom mniejszościowym, wobec których zostało zastosowane sankcyjne wyłączenie prawa głosu na mocy art. 89 u.o.p. Dla wyliczeń należy zatem przyjmować potencjalny udział w ogólnej liczbie głosów danego akcjonariusza. Nie zachodzi tutaj natomiast konieczność uwzględniania potencjalnego głosu wynikającego z akcji niemych, gdyż z przyczyn konstrukcyjnych są one wykluczane z zakresu tych przepisów³⁹. Ponadto, na potrzeby obliczenia udziału w ogólnej liczbie głosów przez danego akcjonariusza uwzględnić należy zarówno akcje posiadane bezpośrednio, pośrednio, jak i na podstawie porozumienia określonego w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. (tzw. *acting in concert*⁴⁰).

Delimitacja pojęcia akcjonariusza mniejszościowego w rozumieniu art. 83a ust. 1 u.o.p. pozostaje w związku funkcjonalnym z dniem referencyjnym. Prawo żądania odkupu bowiem nie przysługuje każdemu akcjonariuszowi spełniającemu powyższe kryterium ilościowe, ale wyłącznie tym akcjonariuszom, którzy również spełniają to kryterium ilościowe na określony w ustawie dzień. W szczególności zatem prawo żądania odkupu akcji nie będzie przysługiwać akcjonariuszowi, który nabył akcje wykluczone z obrotu na rynku regulowanym po dniu referencyjnym. W tym wypadku odkup obejmie tylko część posiadanych przez niego akcji. Brak tutaj podstawy prawnej do przyjęcia, że uprawnionym byłby akcjonariusz posiadający określone akcje na dzień referencyjny, przedmiotem odkupu miałyby być natomiast akcje posiadane na dzień ich wykluczenia z obrotu na rynku regulowanym (art. 83a ust. 1 *in fine* u.o.p. najpierw wskazuje, na jaki dzień ustala się stan posiadania akcji, a następnie doprecyzowuje, że tylko te akcje mogą być przedmiotem odkupu). Ustawa przewiduje tutaj trzy odrębne dni stanowiące podstawę wskazania dnia referencyjnego, tj.:

- 1) dzień wszczęcia postępowania zakończonego wydaniem przez Komisję decyzji o wykluczeniu akcji z obrotu na rynku regulowanym lub
- 2) dzień wszczęcia postępowania przez Komisję w sprawie żądania, o którym mowa w art. 20 ust. 3, 4c lub 7d u.o.i.f., lub
- 3) dzień podjęcia przez spółkę prowadzącą rynek regulowany (GPW) decyzji o wykluczeniu akcji z obrotu na rynku regulowanym⁴¹.

Powyższe oznacza w praktyce, że dzień określony w pkt 1 i 2 najczęściej jest dniem wydania postanowienia

³⁷ Terminem tym posłużono się też w uzasadnieniu do Nowelizacji.

³⁸ W przepisie powinna zostać zastosowana forma przeszła czasownika „posiadać”, skoro odnosi się on do historycznego stanu akcjonariatu.

³⁹ Por. T. Sójka [w:] *Komentarz...*, art. 4 u.o.p., nb 51. Odmienne, S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda [w:] *Prawo...*, art. 87 u.o.p., nb 23.

⁴⁰ O pojęciu zob. szerzej K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015/5, s. 14 i n.

⁴¹ Przepis ten odnosi się w szczególności do przypadków wydania decyzji przez GPW w sprawie wykluczenia akcji z obrotu na rynku regulowanym na podstawie § 31 Regulaminu Giełdy w brzmieniu przyjętym uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy GPW z dnia 4 stycznia 2006 r., ze zm.



przez Komisję w sprawie wszczęcia wskazanego tam postępowania w sprawie⁴², a dzień określony w pkt 3 jest dniem wydania stosownej decyzji przez GPW. Zauważalne jest tutaj również, że w praktyce ustalenie dnia określonego w pkt 1 i 2 może wiązać się z pewnymi trudnościami. Informacja o dniu wszczęcia tych postępowań z zasady nie jest podawana do wiadomości publicznej. Ponadto, mając na uwadze konstrukcję prawa odkupu, zajęć może sytuacja, w której struktura akcjonariatu w istotny sposób zmieni się pomiędzy stanem na dzień referencyjny a dniem faktycznego wykluczenia akcji z obrotu na rynku regulowanym, z uwagi na znaczny upływ czasu pomiędzy tymi dniami. Określenie zatem, które podmioty w dniu referencyjnym były akcjonariuszami mniejszościowymi, może być powodem licznych sporów i wątpliwości w praktyce obrotu⁴³, a tym samym należy uznać przyjęty model wyznaczania dnia referencyjnego za mało przejrzysty i nieintuicyjny.

Prawo żądania odkupu akcji przysługuje również tym akcjonariuszom mniejszościowym, którzy w dniu referencyjnym posiadali status akcjonariusza, a następnie go utracili z akcji posiadanych w tym dniu, po czym nabyli akcje w tej spółce ponownie oraz dysponują nimi na dzień złożenia żądania odkupu akcji. Nie zachodzi tutaj wymóg posiadania dokładnie tych samych akcji, a jedynie ich liczba musi pozostać tożsama. Wątpliwość ta wynika z brzmienia art. 83a ust. 1 *in fine* u.o.p., który zdaje się sugerować, że odkup może dotyczyć wyłącznie tych konkretnie posiadanych akcji w dniu referencyjnym. Przepis ten nie kreuje wymogu zachowania ciągłości statusu akcjonariusza pomiędzy dniem referencyjnym a dniem złożenia żądania odkupu akcji, niemniej jednak akcjonariusz musi być uprawniony z tego samego rodzaju akcji w tych dniach. W innym wypadku traci legitymację do wystąpienia z żądaniem odkupu akcji względem określonych akcji.

Akcjonariusz mniejszościowy, który nie skorzysta z prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym, wraz z upływem terminu na złożenia stosownego żądania traci status akcjonariusza mniejszościowego i konsekwentnie uzyskuje status akcjonariusza pozostającego w spółce. Jest to rozwiązanie analogiczne do domniemania przewidzianego w art. 416 § 4 *in fine* k.s.h. w odniesieniu do istotnej zmiany przedmiotu działalności spółki, w przypadku którego istnieje domniemanie, że niezłożenie żądania wykupu akcji spółce jest równoznaczne ze zgodą na istotną zmianę przedmiotu działalności spółki.

Co oczywiste, prawo żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym nie przysługuje spółce, której akcje zostały wykluczone z obrotu na tym

ryнку. Wątpliwość ta może powstać, mając na względzie, że definicją określoną w art. 83a ust. 1 u.o.p. hipotetycznie mogłaby zostać objęta spółka posiadająca akcje własne. Przyznanie jej takiego prawa stałoby w sprzeczności z istotą tej instytucji prawnej.

Warto również zwrócić uwagę na pewną kwestię, która może powstać na gruncie prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym. Do złożenia tego żądania uprawnieni są wszyscy akcjonariusze, którzy spełniają warunki określone w definicji akcjonariusza mniejszościowego. *De lege lata* w przypadku odpowiedniego rozdrobnienia akcjonariatu żądanie odkupu akcji może zostać złożone przez wszystkich akcjonariuszy, a jego realizacja, co oczywiste, doprowadziłaby w konsekwencji do odkupienia wszystkich akcji w spółce. Następnie zarząd spółki byłby zobowiązany do umorzenia wszystkich akcji w spółce. Przypadek ten byłby równoznaczny z powstaniem spółki bez akcjonariusza. Oczywiście, wystąpienie takiego przypadku jest mało prawdopodobne, niemniej jednak trudno zrozumieć, dlaczego w przepisach nie przewidziano żadnych rozwiązań alternatywnych dla zaproponowanej konstrukcji przymusowego odkupu. Nie może stanowić wystarczającego uzasadnienia oparcie się na luźnej konstatacji, że w polskiej praktyce obrotu spółki notowane na rynku kapitałowym posiadają przynajmniej jednego znaczącego akcjonariusza, a w każdym razie, że nie może na nim zaistnieć ani jedna spółka, w której każdy akcjonariusz miał udział mniejszy niż 5% w ogólnej liczbie głosów.

6.2.3. Członkowie zarządu lub rady nadzorczej spółki, której akcje wykluczono z obrotu na rynku regulowanym

Artykuł 83a ust. 5 u.o.p. pozbawia członków zarządu lub rady nadzorczej spółki, której akcje zostały wykluczone z obrotu na rynku regulowanym, możliwości skorzystania z prawa żądania odkupu, o którym mowa w art. 83a ust. 1 u.o.p. Przepis ten został wadliwie skonstruowany, ponieważ nie zawiera on żadnego kryterium temporalnego umożliwiającego precyzyjne wskazanie, jak na potrzeby interpretacji tego przepisu należy wyklądać pojęcie członka zarządu lub rady nadzorczej. Co oczywiste, między statusem członka organu a statusem akcjonariusza zachodzi stosunek krzyżowania, a ta sama osoba może występować w tych rolach w różnych momentach funkcjonowania spółki⁴⁴. Na gruncie art. 83a ust. 5 u.o.p. dochodzi zatem do rozdźwięku z art. 83a ust. 1 u.o.p., ponieważ nie wynika z niego, w którym momencie (na jaki dzień) sprawowanie funkcji członka organu spółki przez jej akcjonariusza powoduje wyłączenie *ex lege* prawa żądania odkupu akcji.

Ratio legis stojące za pozbawieniem członków zarządu i rady nadzorczej prawa odkupu akcji wynika z woli ustawodawcy zapewnienia ochrony akcjonariuszy spółki, której akcje wykluczono z obrotu na rynku regulowanym, przed niepożądanymi i niezgodnymi z prawem działaniami emitenta. Co znamienne, za podejmowanie tych działań odpowiedzialne są określone osoby, tj. członkowie

⁴² Por. art. 12 ust. 5 ustawy z 29.07.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r. poz. 1871 ze zm.). Najczęściej postępowania te będą wszczynane wskutek uprzednio przeprowadzonego postępowania wyjaśniającego. Należy mieć jednak na uwadze zasady ogólne, w przypadku których nie jest wymagane wydanie postanowienia w sprawie wszczęcia postępowania, co następuje z chwilą złożenia stosownego wniosku do organu nadzoru, czy też z chwilą podjęcia przez organ nadzoru pierwszej czynności w sprawie. Por. wyrok NSA z 15.07.1992 r., V SA 178/92, ONSA 1993/1, poz. 20.

⁴³ W praktyce obrotu zajdzie tutaj konieczność dokonania historycznej rekonstrukcji struktury akcjonariatu.

⁴⁴ Kwestia ta zdaje się odgrywać szczególnie istotną rolę w przypadkach menadżerów, którzy za pomocą opcji menadżerskich wynagradzani są akcjami w spółce.

zarządu, którzy w nienależyty sposób wypełniali ciężące obowiązki na emitencie, oraz członkowie rady nadzorczej, którzy w nienależyty lub niewystarczający sposób przeciwdziałali tym nieprawidłowościom. Ustawodawca najwyraźniej zajmuje stanowisko, że wobec takich osób należy zastosować dodatkową sankcję, jaką jest uniemożliwienie wyjścia im ze spółki uprzednio notowanej na rynku regulowanym w drodze prawa odkupu określonego w art. 83a ust. 1 u.o.p.

Powyższe nie udziela jednak jednoznacznej odpowiedzi, o których członków zarządu lub rady nadzorczej w istocie chodzi w art. 83a ust. 5 u.o.p., tj. czy odnosi się do osób w ogóle sprawujących te funkcje w spółce, czy też osób sprawujących te funkcje w określonym momencie. Moim zdaniem pierwsza interpretacja jest zbyt szeroka, gdyż nakazywałaby penalizować osoby, które przykładowo sprawowały te funkcje na długo przed wykluczeniem akcji z obrotu na rynku regulowanym, ale na ten moment posiadały te akcje, albo osoby, które objęły te funkcje po dniu wykluczenia z obrotu, a uprzednio posiadały status akcjonariusza. Innymi słowy, zakresem sankcji objęte zostałyby osoby, które nie odpowiadały za nieprawidłowości w spółce, które doprowadziły do wykluczenia jej akcji z obrotu na rynku regulowanym. Konsekwentnie zajmuję stanowisko, że aby dokonać oceny, czy dany członek zarządu lub rady nadzorczej mieści się w zakresie pojęciowym art. 83a ust. 5 u.o.p., należy przyjąć określony moment sprawowania tej funkcji. Relevantne zostają tutaj zasadniczo dwie daty: dzień referencyjny oraz dzień wykluczenia akcji z obrotu na rynku regulowanym.

Jak już wspomniano, z perspektywy prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym znaczenie ma, czy dany podmiot posiada status akcjonariusza mniejszościowego w dniu referencyjnym, podczas gdy żadnego znaczenia nie ma stan posiadania akcji w dniu ich wykluczenia z obrotu. Konstrukcyjnie zatem dzień wykluczenia akcji z obrotu został zmarginalizowany przez ustawodawcę z perspektywy omawianej procedury. Uzasadnienia dla tego podejścia można się dopatrywać w przyjęciu założenia, że nieprawidłowości, które ostatecznie doprowadziły do wykluczenia akcji z obrotu, miały miejsce zdecydowanie wcześniej i odpowiedzialne za nie powinny być osoby, które ówczesnie piastowały określone funkcje. Właściwe organy nadzorcze podejmowały już pierwsze działania względem emitenta właśnie w dniu referencyjnym. Odległość czasowa pomiędzy dniem referencyjnym, a dniem wykluczenia akcji z obrotu na rynku regulowanym może być w praktyce znaczna, a zatem nie należy przypisywać tej drugiej dacie istotnego znaczenia prawnego.

Z przyczyn powyższych, prawidłowa wykładnia art. 83a ust. 5 u.o.p. powinna zmierzać do wykluczenia prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym wobec członków zarządu lub rady nadzorczej, którzy funkcję tę sprawowali w dniu referencyjnym. Innymi słowy, przepis ten obejmuje także byłych członków organów, którzy w terminie przypisanym dla składania spółce żądań odkupu nie sprawują już tych funkcji. Natomiast nie obejmuje on osób, które

w dniu referencyjnym nie sprawowały tych funkcji, ale piastują je w terminie na składanie żądań. Za całkowicie nieprawidłową wykładnię uznałbym stanowisko, w którym zastosowanie tego przepisu zostałoby ograniczone wyłącznie wobec członków organów sprawujących te funkcje w okresie przewidywanym na składanie żądań odkupu, gdyż oznaczałoby to, że zakresem sankcji objęte zostały osoby potencjalnie oderwane od przeszłych nieprawidłowości występujących w spółce. Tę interpretację wzmacnia także fakt, że osoba taka przecież w każdej chwili może zrezygnować z pełnionej funkcji, co w rezultacie prowadziłoby do wyłączenia jej spod zakresu art. 83a ust. 5 u.o.p. i możliwości zgłoszenia żądania odkupu jej akcji. W tym wypadku nie było jakiegokolwiek sensu stosowania tego przepisu.

Poszerzając powyżej przedstawione wywody, uzupełnić należy jeszcze, w jaki sposób określane powinno być, czy dana osoba pełniła funkcję członka zarządu lub rady nadzorczej na dzień referencyjny. Powinno to być uzależnione wyłącznie od stwierdzenia, czy dana osoba pełniła w tym dniu mandat w rozumieniu art. 369 k.s.h., tj. czy przysługiwała jej legitymacja materialna do pełnienia tej funkcji⁴⁵. Jeśli dana osoba została w prawidłowy sposób powołana do zarządu lub rady nadzorczej spółki w drodze uchwały, odpowiednio (modelowo) rady nadzorczej lub walnego zgromadzenia akcjonariuszy i nie została odwołana przed dniem referencyjnym, to należy ją zakwalifikować jako członka organu na ten dzień w rozumieniu art. 83a ust. 5 u.o.p. Kwalifikacja ta nie doznaje uchybień w przypadku zawieszenia takiej osoby w sprawowaniu funkcji członka zarządu w rozumieniu art. 383 § 1 k.s.h. Z perspektywy natomiast omawianego znaczenia żadnej roli nie odgrywa kwestia ujawnienia danej osoby jako członka organu w rejestrze przedsiębiorców. Wpis ten ma charakter wyłącznie deklaratoryjny⁴⁶, a zatem fakt ujawnienia tej osoby w rejestrze nie przesądza w ogóle o tym, czy faktycznie pełni ona funkcję zgodnie z zakresem ujawnionych danych w rejestrze⁴⁷.

Ponadto należy nadmienić, że przepis ten dla jego skuteczności nie wymaga, aby członkowie zarządu lub rady nadzorczej zostali w jakikolwiek sposób uprzednio ukarani sankcją administracyjną przez Komisję lub sankcją karną w postępowaniu karnym. Wniosek ten nasuwa się, jeśli zestawia się omawianą tutaj konstrukcję z sankcjami określonymi w art. 96 ust. 6 i 6a w zw. z art. 96 ust. 7 u.o.p., które uzależniają nałożenie sankcji administracyjnej przez Komisję na tam wymienionych członków organów określonych podmiotów od uprzedniego ukarania za naruszenie tego samego obowiązku przez dany podmiot⁴⁸. Wyłączenie *ex lege*

45 O pojęciu i problematyce mandatu członka organu spółki akcyjnej – zob. A. Opalski [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. 3a, *Spółka akcyjna. Komentarz*. Art. 301–392, red. A. Opalski, Warszawa 2016, Legalis, art. 369 k.s.h., nb 4; A. Szumański [w:] S. Soltysieński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks...*, art. 369 k.s.h., nb 2; wyrok SN z 10.11.2006 r., I CSK 246/06, OSNC 2007/7–8, poz. 124.

46 A. Opalski [w:] *Kodeks...*, art. 368 k.s.h., nb 11.

47 Ma to oczywiście znaczenie w innej sferze, jaką jest zasada domniemania prawdziwości wpisów w Krajowym Rejestrze Sądowym.

48 Tzw. odpowiedzialność *ad personam* z art. 96 u.o.p., szerzej o zasadach jej stosowania – zob. P. Wajda [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, Legalis, art. 96 u.o.p., nb 22.



prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym pozostaje zatem całkowicie odezwane od pobocznie toczonych postępowań z tytułu naruszenia przepisów prawa rynku kapitałowego przez te osoby. Wyłączną podstawą jego zastosowania jest sam fakt sprawowania funkcji członka organu w dniu referencyjnym.

Sankcja stosowana wobec członków zarządu lub rady nadzorczej spółki, określona w art. 83a ust. 5 u.o.p., ma oczywiście charakter cywilnoprawny. Mając na względzie mało precyzyjną konstrukcję omawianego przepisu oraz ryzyko przyjęcia interpretacji odmiennych, jak tutaj prezentowana, uzupełniając należy się jeszcze odnieść do kwestii stosowania tej sankcji w praktyce obrotu. Konstrukcyjne jest ona zbliżona do sankcji wyłączenia prawa głosu wobec akcjonariusza spółki publicznej naruszającego określone obowiązki związane z zasadami osiągnięcia lub przekroczenia danego progu ogólnej liczby głosów w tej spółce, o której mowa w art. 89 u.o.p. Przepis ten również przewiduje mechanizm stosowania sankcji *ex lege* wobec określonych akcjonariuszy⁴⁹. Powoduje to oczywiście problemy natury praktycznej dotyczące tego, kto i na jakich podstawach ma stwierdzać naruszenie zasad określonych w ustawie o ofercie publicznej oraz decydować o pozbawieniu innego podmiotu cywilnoprawnego przysługujących mu praw⁵⁰. Zasadniczo prawo to powinno przysługiwać spółce, niemniej jednak na gruncie art. 83a ust. 5 u.o.p. wiązać się to może często z problemem decydowania przez członków zarządu spółki o przysługujących im uprawnieniach. Co oczywiste, w razie zaistnienia wątpliwości pomiędzy spółką, jej obecnymi i byłymi członkami organów, a także akcjonariuszami, kwestia ta powinna zostać przesądzona przez sąd powszechny w drodze wytoczenia powództwa ustalającego przeciwko członkom organów, których uprawnienie do uczestnictwa w procedurze odkupu akcji jest kwestionowane. Z powództwem tym wystąpić może każdy podmiot mający w tym interes prawny, czyli na gruncie art. 83a u.o.p. będzie to spółka, każdy jej akcjonariusz oraz każdy członek dowolnego organu. Jeśli zaistnieje taka konieczność, należy dopuścić skorzystanie z instytucji zabezpieczenia roszczeń. Oczywiście tego rodzaju spór korporacyjny w praktyce doprowadzi do znacznego przedłużenia okresu przeprowadzania odkupu akcji wykluczonych z obrotu na rynku regulowanym.

Pozbawienie prawa żądania odkupu akcji wykluczonych z obrotu nie może być interpretowane w sposób rozszerzający wobec innych podmiotów, a więc w szczególności nie dotyczy ono pełnomocników ani prokurentów spółki.

49 Szerzej o problematyce sankcji wyłączenia prawa głosu, jej stosowaniu i naturze – zob.: J. Róg-Dyrda [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, Legalis, art. 89 u.o.p., nb 1–13; M. Mataczyński [w:] *Komentarz...*, art. 89 u.o.p., tezy 1–23.

50 Problematyka stosowania art. 89 u.o.p. często występuje w praktyce orzeczniczej i stanowi przedmiot wielu sporów korporacyjnych – por. wyrok SN z 17.10.2007 r., II CSK 248/07, OSNC 2008/12, poz. 144; wyrok SN z 5.09.2012 r., IV CSK 589/11, LEX nr 1232242; wyrok SA w Białymstoku z 28.05.2014 r., I ACa 3/14, LEX nr 1477015.

Abstract

Mateusz Grześków

The author is a doctoral student at the Department of Private Economic Law, Jagiellonian University in Krakow and a lawyer at Sołtysiński Kawecki & Szlęzak law firm (ORCID: 0000-0003-1011-6413).

The Procedure of Buy-out of Public Company Shares Delisted from Trading on the Regulated Market (part I)

Keywords: minority shareholder, mandatory buy-out (reverse squeeze-out), company, regulated market, delisting from public trading, insolvency

The latest significant amendment to the Act on Public Offering introduced a new legal instrument whose purpose is to protect the interests of minority shareholders of public companies admitted to trading on the regulated market. If the Polish Financial Supervision Authority or the Warsaw Stock Exchange decides to apply the sanction of delisting such entity from trading, its shareholders may demand that the company buy out their shares in the regime established by the Act on Public Offering. This paper constitutes the first part of the article discussing the legal construction of this procedure. The following issues are presented: the role of the buy-out procedure in the system of corporate law and capital markets law; a description of the company where the buy-out procedure is carried out; exclusion of the right to demand the buy-out in the event of a company's insolvency; and a typology of shareholders entitled to request a buy-out of their shares. It should be stressed that the way in which procedure of buy-out of shares delisted from the regulated market was regulated in the law is far from being clear, with these provisions causing numerous interpretative doubts. The main goal of this article is to present a consistent model of how this procedure should work from theoretical point of view.

Bibliografia / References

- Adamus R., *Prawo upadłościowe. Komentarz*, Warszawa 2019, Legalis.
- Adamus R., *Przymusowy odkup akcji a postępowanie upadłościowe i naprawcze*, „Monitor Prawniczy” 2011/3.
- Borkowska K., Jakszuk S. [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, Legalis.
- Gurgul S., *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Warszawa 2018, Legalis.
- Jakszuk S., Róg-Dyrda J. [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, Legalis.
- Mataczyński M. [w:] *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2015, LEX.
- Michalski M., *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008/1.
- Opalski A. [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. 3a, *Spółka akcyjna. Komentarz*. Art. 301–392, red. A. Opalski, Warszawa 2016, Legalis.

Oplustil K., Sas M., *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015/5.

Oplustil K. [w:] J. Bieniak i in., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2020, Legalis.

Pabis R. [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. 3b, *Spółka akcyjna. Komentarz*. Art. 393–490, red. A. Opalski, Warszawa 2016.

Popiołek W. [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Warszawa 2015.

Regucki T., *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Warszawa 2018, Legalis.

Rodzyńkiewicz M. [w:] *Kodeks spółek handlowych*, t. 4, *Łączenie, podział i przekształcanie spółek. Przepisy karne. Komentarz*. Art. 491–633, red. A. Opalski, Warszawa 2016, Legalis.

Sójka T. [w:] *Komentarz do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych*

do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, red. T. Sójka, Warszawa 2015, Legalis.

Spyra M. [w:] *System Prawa Handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Warszawa 2016.

Szumański A. [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, *Kodeks spółek handlowych*, t. 3, *Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301–490*, Warszawa 2013.

Szumański A. [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006.

Róg-Dyrda J. [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, Legalis.

Wajda P. [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, Legalis.

Zimmerman P., *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Warszawa 2020, Legalis.

REKLAMA

www.profinfo.pl

Oficjalna księgarnia
Wolters Kluwer

Dostawa
gratis
od 50 zł



profinfo.pl

