

Anna Lichosik

**Pośrednie nabycie akcji
towarzystwa funduszy inwestycyjnych**



Pośrednie nabycie akcji
towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Anna Lichosik

Pośrednie nabycie akcji
towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Recenzja
Katarzyna Kokocińska

Spis treści

| | |
|---|------|
| Wprowadzenie | • 9 |
| Otoczenie regulacyjne towarzystwa funduszy inwestycyjnych | • 9 |
| Specyfika towarzystwa funduszy inwestycyjnych | • 12 |
| Istota tematu badawczego | • 17 |
| Cele i problemy badawcze | • 20 |
| Uwagi metodologiczne | • 22 |

Rozdział 1

Pośrednie nabycie akcji

| | |
|--|------|
| 1.1. Rozważania wprowadzające | • 25 |
| 1.2. Pośrednie nabycie w rozumieniu języka ogólnego (powszechnego) | • 27 |
| 1.3. Pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy — Kodeks spółek handlowych | • 29 |
| 1.3.1. Stosunek dominacji i zależności na gruncie ustawy — Kodeks spółek handlowych | • 29 |
| 1.3.2. Istota (interpretacja) regulacji | • 33 |
| 1.4. Pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej | • 37 |
| 1.4.1. Stosunek dominacji i zależności na gruncie ustawy o ofercie publicznej | • 37 |
| 1.4.2. Istota (interpretacja) regulacji | • 41 |
| 1.5. Pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych | • 48 |
| 1.5.1. Stosunek dominacji i zależności na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych | • 48 |
| 1.5.2. Istota (interpretacja) regulacji | • 51 |
| 1.6. Uwagi końcowe | • 56 |

Zawiadomienie o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

- 2.1. Rozważania wprowadzające • 61
- 2.2. Podmioty zobowiązane do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — zakres podmiotowy • 63
 - 2.2.1. Podmiot, który pośrednio zamierza nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 63
 - 2.2.2. Pozostałe podmioty zamierzające nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 64
 - 2.2.2.1. Zastawnik jako podmiot zobowiązany do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 65
 - 2.2.2.2. Użytkownik jako podmiot zobowiązany do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 73
 - 2.2.2.3. Bierny (pasywny) nabywca jako podmiot zobowiązany do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 74
 - 2.2.2.4. Porozumienie • 77
 - 2.2.2.5. Podmiot zagraniczny • 80
 - 2.2.2.6. Wyłączenie podmiotowe od obowiązku dokonania zawiadomienia • 82
- 2.3. Zawiadomienie — zakres przedmiotowy • 87
 - 2.3.1. Zamiar • 87
 - 2.3.2. Treść zawiadomienia • 90
 - 2.3.3. Szczególna forma • 124
 - 2.3.4. Oświadczenie • 125
- 2.4. Uwagi końcowe • 126

Elementy konstruktywne nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

- 3.1. Rozważania wprowadzające • 129
- 3.2. Formy (konstrukcje) uczestnictwa w podmiocie będącym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 131

- 3.3. Nabycie akcji spółki publicznej (będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub będącej towarzystwem funduszy inwestycyjnych) • 139
 - 3.3.1. Zasady nabywania akcji spółki publicznej • 139
 - 3.3.2. Ujawnienie stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej • 147
 - 3.3.2.1. Podstawowy zakres obowiązku notyfikacyjnego • 147
 - 3.3.2.2. Pozostały zakres obowiązku notyfikacyjnego • 155
 - 3.3.3. Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej • 156
 - 3.3.4. Rozszerzenie zakresu podmiotowego obowiązku ujawniania znacznych pakietów akcji spółki publicznej oraz obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej — wzmianka • 163
- 3.4. Fundusz inwestycyjny jako akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusz bądź wspólnik akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 166
- 3.5. Potencjalne scenariusze • 171
- 3.6. Uwagi końcowe • 173

Rozdział 4

Prawne instrumenty oddziaływania na pośredniego (potencjalnie pośredniego) nabywcę akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

- 4.1. Rozważania wprowadzające • 177
- 4.2. Administracyjnoprawne środki nadzoru • 182
 - 4.2.1. Środki nadzoru administracyjnoprawnego o charakterze uprzednim • 182
 - 4.2.1.1. Sprzeciw w sprawie pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — charakter decyzji administracyjnej • 182
 - 4.2.1.2. Termin na wydanie decyzji administracyjnej • 184
 - 4.2.1.3. Ciężar dowodu w postępowaniu administracyjnym w sprawie zgłoszenia zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych • 186
 - 4.2.1.4. Milcząca zgoda organu administracji publicznej • 187
 - 4.2.1.5. Przesłanki pozytywne zgłoszenia sprzeciwu • 190
 - 4.2.2. Środki nadzoru administracyjnoprawnego o charakterze następczym • 195

| | |
|---|-------|
| 4.2.2.1. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych | • 195 |
| 4.2.2.2. Wpływ akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych | • 199 |
| 4.2.2.3. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, posiadających status spółki publicznej, z naruszeniem przepisów ustawy o ofercie publicznej | • 203 |
| 4.2.3. Środki nadzoru administracyjnoprawnego o charakterze kontrolnym | • 213 |
| 4.3. Skutki cywilnoprawne | • 216 |
| 4.3.1. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych | • 216 |
| 4.3.2. Wpływ akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych | • 221 |
| 4.3.3. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, posiadających status spółki publicznej, z naruszeniem przepisów ustawy o ofercie publicznej | • 223 |
| 4.4. Uwagi końcowe | • 230 |
| Zakończenie | • 235 |
| Bibliografia | • 243 |
| Literatura | • 243 |
| Orzecznictwo | • 265 |
| Decyzje administracyjne | • 268 |
| Inne źródła | • 269 |
| Akty prawne | • 271 |
| Indeks osobowy | • 275 |
| Summary | • 281 |

Wprowadzenie

Otoczenie regulacyjne towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Prawna regulacja rynku kapitałowego, w jakiej osadzona jest działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych, należy do obszarów publicznego prawa gospodarczego jako „systemu zasad i norm prawnych o istotnym znaczeniu dla procesu gospodarowania (działalności gospodarczej), a w szczególności regulujących oddziaływanie państwa na gospodarkę”¹ oraz sposoby i zasady tej ingerencji². Publiczne prawo gospodarcze uznaje się za odrębną gałąź prawa z wyraźnie określonymi granicami³, jego głównym przedmiotem są funkcje państwa w gospodarce⁴. „Przepisy publicznego prawa gospodarczego adresowane są w szerokim zakresie do organów administracji publicznej — administracji gospodarczej, którym powierzają wykonywanie różnego rodzaju funkcji publicznych”⁵. Interes publiczny w przypadku rynku kapitałowego utożsamiany jest z zapewnieniem jego prawidłowego funkcjonowania⁶, stabilności, transparentności, zaufania, bezpieczeństwa oraz przestrzegania reguł uczciwego obrotu, jak również

1 Tak K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 45.

2 Ł. Dubiński, *Indywidualny akt administracji gospodarczej (próba zdefiniowania)*, w: *Państwo a przedsiębiorca — aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019, s. 134.

3 Por. M. Chołodecki, *Zasady publicznego prawa gospodarczego*, w: *Państwo a przedsiębiorca — aktualne wyzwania...*, s. 31; T. Rabska, *Refleksje nad nauką publicznego prawa gospodarczego*, „Roczniki Nauk Prawnych” 2011, t. 21, nr 1, s. 269.

4 T. Rabska, *Jakie prawo gospodarcze? Próba odpowiedzi*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1993, z. 1, s. 21 i n.

5 Zob. T. Rabska, *Działania administracji publicznej w świetle współczesnej koncepcji publicznego prawa gospodarczego*, w: *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, K. Kokocińska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2009, s. 26.

6 Por. M. Daniluk, *Struktura rynku kapitałowego w gospodarce rynkowej*, „Zarządzanie. Teoria i Praktyka” 2010, nr 2, s. 83—96; M. Daniluk, *Rynek kapitałowy*, „Bank i Kredyt” 1995, vol. 13, s. 7.

z ochroną interesu prywatnego⁷, co sprowadza się do ochrony interesów inwestorów oraz pozostałych uczestników rynku kapitałowego⁸. Współistnienie w ramach prawa rynku kapitałowego norm prawa administracyjnego z regulacjami o charakterze cywilnoprawnym i karnoprawnym wpływa na jego interdyscyplinarny charakter⁹, który wymusza potrzebę regulacyjną poprzez określenie właściwych mechanizmów nadzorczych również w innych niż prawo administracyjne gałęziach prawa¹⁰. Dominacja regulacji administracyjnoprawnej jest jednak na tyle znaczna, że to nadzorowi administracyjnemu przypisuje się przymiot zasady obowiązującej na rynku kapitałowym¹¹. Konstrukcje norm prawnych w obszarze nadzoru warunkują zastosowanie określonego środka nadzorczego

7 W doktrynie prawa rynku kapitałowego wskazuje się na dualizm wymienionych tu celów — przejawia się on w ochronie zarówno interesu publicznego, jak i prywatnego. Zob. T. Nieborak, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, red. T. Nieborak, T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 69 i n.; T. Nieborak, w: *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015, s. 1436—1443; M. Wędrychowski, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 1775—1776; A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008, s. 24—25.

8 Zob. A. Żurawik, *Klauzula interesu publicznego w prawie gospodarczym krajowym i unijnym*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2012, nr 12, s. 24 i n.; R. Blicharz, M. Kania, *Klauzula interesu publicznego w publicznym prawie gospodarczym*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2010, nr 5, s. 19 i n.; E. Modliński, *Pojęcie interesu publicznego w prawie administracyjnym*, Warszawa 1932; J. Chmielewski, *Pojęcie nadrzędnego interesu publicznego w prawie administracyjnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015, s. 238—248; J. Blicharz, *Kategoria interesu publicznego jako przedmiot działania administracji publicznej*, „Acta Universitatis Wratislaviensis. Przegląd Prawa i Administracji” 2004, t. 40, s. 39; M. Stahl, *Dobro wspólne w prawie administracyjnym*, w: *Nowe problemy badawcze w teorii prawa administracyjnego*, red. J. Boć, A. Chajbowicz, Kolonia Limited, Wrocław 2009, s. 47—50; A. Żurawik, „*Interes publiczny*”, „*interes społeczny*” i „*interes społecznie uzasadniony*”. *Próba dookreślenia pojęć*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2013, z. 2, s. 57—69.

9 Zob. A. Lichosik, *Interdyscyplinarny charakter prawa rynku kapitałowego*, w: *Wzajemne oddziaływanie gałęzi prawa publicznego i prywatnego*, red. P. Bieś-Srokosz, J. Srokosz, E. Żelasko-Makowska, Wydawnictwo im. S. Podobińskiego Akademii im. Jana Długosza, Częstochowa 2017, s. 27—42; M. Mariański, *Rynek finansowy jako miejsce przenikania się norm prawa prywatnego i prawa publicznego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, t. 100, s. 123—134.

10 M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 302; M. Daniluk, *Rynek kapitałowy*, „Bank i Kredyt” 1995, vol. 13, s. 7; P. Wajda, *Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 3, s. 45—49.

11 Zob. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 18—19; R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 2013, s. 41—42; M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 63—65, 165; J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 121—126.

względem podmiotów nadzorowanych, co zgodnie z zasadą praworządności może się dokonać jedynie na podstawie i w granicach prawa. W zależności od zakresu nadzoru podmiotowego i przedmiotowego regulacje prawne przyznają organom nadzoru rozmaite kompetencje¹². Coraz szerszy zakres uprawnień przyśługujących organowi nadzoru cechuje się także tym, że wkracza w sferę prawa prywatnego, co część doktryny kwalifikuje jako przesłankę pozwalającą mówić już o nowej gałęzi prawa¹³.

Każda z gałęzi prawa posiada własne, niepowtarzalne cechy charakterystyczne oraz uznaje — poza wartościami o charakterze ponaddyscyplinarnym — odmienny katalog wartości, na jakich opiera się aksjologiczne uzasadnienie właściwych jej norm¹⁴. Wartości te wyznaczają także relacje pomiędzy państwem (w tym jego administracją) a gospodarką, co pozwala skonstruować system wartości powodujący określone konsekwencje. Instytucje prawne i prawne formy działania administracji publicznej powinny bowiem uwzględniać element wartościujący¹⁵. Aksjologiczne uzasadnienie norm prawnej regulacji rynku kapitałowego upatruje się głównie w zapewnieniu porządku i gwarancji bezpieczeństwa obrotu (rynku kapitałowego), bezpieczeństwa i ochrony interesów inwestorów, rzetelności, uczciwości, prawidłowości i legalności obrotu instrumentami finansowymi, a także zaufania do obrotu i jego uczestników¹⁶. Potrzeba ochrony jednej z grup wartości, którą dana norma administracyjna szczególnie chroni, rozpatrywana w kontekście poszukiwania proporcji pomiędzy stosowanym środkiem nadzoru i jego uciążliwością dla podmiotu administrowanego a poziomem ochrony interesu publicznego stała się przyczynkiem do powstania

12 Por. R. Blicharz, *Kryteria nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w świetle prawnych form jej działania*, w: *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, K. Kokocińska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2009, s. 269—271; R. Blicharz, *Nadzór państwa nad rynkiem kapitałowym*, w: *Prawo gospodarcze publiczne*, red. A. Powałowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015, s. 308—309.

13 Zob. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 63—66; A. Lichosik, *Swoiste źródła prawa rynku kapitałowego*, w: *Swoiste źródła prawa*, red. B. Dolnicki, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015, s. 87—88.

14 Zob. A. Powałowski, *Wprowadzenie do aksjologii prawa gospodarczego publicznego*, w: *Państwo a przedsiębiorca. Aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019, s. 228—229.

15 Por. K. Kokocińska, *Gwarancyjny charakter zasad prawa — rozważania na tle ustawy — Prawo przedsiębiorców*, w: *Prawo przedsiębiorcy*, red. R. Blicharz, A. Powałowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 22.

16 Zob. szerzej: A. Lichosik, *Aksjologia stosowania prawa rynku kapitałowego*, w: *Aksjologia prawa administracyjnego*, t. 1, red. J. Zimmermann, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 913—924.

prezentowanej monografii. W przypadku niniejszego opracowania chronioną grupą wartości jest interes uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, dla których świadczy ono usługi, a także utrzymanie zaufania do towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz zarządzanych przez nie funduszy inwestycyjnych.

Specyfika towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Specyfika towarzystwa funduszy inwestycyjnych sprowadza się do ograniczonego przedmiotu działalności gospodarczej prowadzonej przez towarzystwo oraz do dodatkowych obostrzeń o charakterze korporacyjnym, jakie z tego rodzaju podmiotem prawa są związane. Zasady tworzenia i funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz samych funduszy inwestycyjnych określa ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹⁷. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych zgodnie z art. 5 pkt 9 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹⁸ zaliczane jest do podmiotów nadzorowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego. Z tego względu może funkcjonować wyłącznie po uzyskaniu zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na wykonywanie podstawowej działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych określonej w art. 45 ust. 1 u.f.i. (zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych)¹⁹. Zgodnie z tym przepisem towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest podmiotem, którego wyłącznym przedmiotem działalności jest tworzenie funduszy inwestycyjnych otwartych lub funduszy zagranicznych, zarządzanie nimi, w tym pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych²⁰. Za zezwoleniem Komisji Nadzoru Finansowego towarzystwo funduszy inwestycyjnych może rozszerzyć przedmiot działalności m.in. o tworzenie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwar-

17 Dz.U. z 2004 r. Nr 146 poz. 1546 z późn. zm.; dalej jako: ustawa o funduszach inwestycyjnych lub w skrócie: u.f.i.

18 Dz.U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1537 z późn. zm., w skrócie: u.n.r.k.

19 Na temat fundamentalnej zasady publicznego prawa gospodarczego, jaką jest zasada wolności gospodarczej, oraz nowych uregulowań w tworzeniu podstaw prawnych przedsiębiorczości zob. szerzej: A. Dobaczewska, *Zasady prawne relacji przedsiębiorców z organami władzy publicznej*, w: *Państwo a przedsiębiorca. Aktualne wyzwania...*, s. 53—54.

20 Zob. R. Blicharz, *Tworzenie funduszy inwestycyjnych — wybrane zagadnienia*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2003, nr 5, s. 2.

tych i funduszy inwestycyjnych zamkniętych, zarządzanie tymi funduszami, w tym pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, a także reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie unijnymi alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w tym wprowadzanie ich do obrotu.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest podstawowym organem funduszu inwestycyjnego²¹, czyli zgodnie z art. 3 ust. 1 u.f.i. osoby prawnej, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych, zebranych przez proponowanie nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie o funduszach inwestycyjnych papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe²². Przy czym zgodnie z art. 4 ust. 4 u.f.i. fundusz inwestycyjny nie jest podmiotem zależnym od towarzystwa funduszy inwestycyjnych²³. Fundusz inwestycyjny, jako forma zbiorowego inwestowania na rynku kapitałowym²⁴, gromadzi zatem środki pieniężne zebrane od wielu inwestorów i kolejno lokuje je w określone w przepisach prawa instrumenty finansowe (w tym papiery wartościowe) w celu pomnożenia wartości zebranych środków²⁵. Z tego względu niezwykle istotne

21 Jako organy funduszu inwestycyjnego mogą działać również rada inwestorów, zgromadzenie inwestorów lub zgromadzenie uczestników, w zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego i postanowień statutu danego funduszu inwestycyjnego. Na temat specyfiki tego rodzaju konstrukcji prawnej zob. szerzej: A. Lichosik, R. Blicharz, *Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych, w: O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*, red. A. Bielska-Brodziak, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015, s. 249—271.

22 R. Blicharz, *Charakter prawny funduszu inwestycyjnego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2002, nr 3, s. 10; R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych, cz. I*, „Prawo Spółek” 2002, nr 10, s. 42—50; R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych, cz. II*, „Prawo Spółek” 2002, nr 11, s. 43—50; P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 127.

23 Ustawowe wyłączenie braku zaistnienia stosunku dominacji i zależności należy w tym przypadku interpretować ściśle, tj. zgodnie z definicją podmiotu dominującego i zależnego na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych. Pomimo bowiem, że ustawodawca przesądził, iż fundusz inwestycyjny w ujęciu jurydycznym nie jest podmiotem zależnym od towarzystwa funduszy inwestycyjnych, to jednak to towarzystwo funduszy inwestycyjnych ponosi odpowiedzialność administracyjną za działanie funduszu inwestycyjnego, którym zarządza, zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 26 września 2017 r., sygn. akt: II GSK 3595/15, LEX nr 2412710.

24 Na temat funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego (wspólnego) inwestowania zob. szerzej: A. Lichosik, *Private closed-end investment funds of non-public assets as a form of collective investment on the capital market in Poland*, „European Journal of Accounting, Finance & Business” 2021, vol. 15, <http://www.accounting-management.ro/index.php?pag=showcontent&issue=25&year=2021> (dostęp: 23.02.2022); R. Mroczkowski, *Współczesne modele funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego inwestowania*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2005, nr 2, s. 689—690.

25 Ze względu na zakres prawnie dopuszczalnych inwestycji oraz stopień możliwości oddziaływania uczestników na działalność funduszu inwestycyjnego ustawodawca wyróżnia różne formy,

jest budowanie zaufania inwestorów do podmiotów, jakimi są fundusze inwestycyjne, co ustawodawca stara się zapewnić, wprowadzając zróżnicowane instrumenty prawne, z których częścią jest przedmiotem niniejszego opracowania naukowego²⁶.

Specyficzny przedmiot działalności gospodarczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych warunkuje wprowadzenie różnego rodzaju ograniczeń formalnoprawnych w zakresie funkcjonowania przedsiębiorcy o takim statusie. Pra-

w jakich fundusz inwestycyjny może prowadzić działalność. Do podstawowych z nich zalicza się fundusze inwestycyjne otwarte oraz alternatywne fundusze inwestycyjne, w ramach których wyróżnia się specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte. Poszczególne rodzaje funduszy inwestycyjnych różnią się pod względem liczebności uczestników, prawa do uczestniczenia w funduszu inwestycyjnym, możliwości statutowego ograniczenia kręgu uczestników funduszu inwestycyjnego, momentu wejścia (przystąpienia) do funduszu inwestycyjnego lub wyjścia z niego (opuszczenia), a także poziomem dopuszczalnego ryzyka inwestycyjnego. Te wszystkie elementy zebrane w różne rodzaje, typy i konstrukcje prawne funduszy inwestycyjnych dają inwestorom szeroki wachlarz możliwości inwestycyjnych. Por. U. Banaszczyk-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 57 i n.; M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006, s. 25.

26 Zaufanie to w ujęciu normatywnym budowane jest m.in. poprzez wprowadzanie ustawowych ograniczeń w zakresie funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, oraz poprzez przestrzeganie zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w przepisach prawa (głównie w ustawie o funduszach inwestycyjnych), statucie funduszu inwestycyjnego oraz w tzw. *internal guidelines* (IGL) w postaci m.in. wewnętrznych reguł inwestycyjnych czy też wewnętrznych reguł dotyczących wyboru metody wyznaczania całkowitej ekspozycji funduszy inwestycyjnych, wewnętrznych reguł dotyczących ryzyka rynkowego czy ryzyka płynności. W celu budowania oraz wzmacniania zaufania do funduszy inwestycyjnych oraz do towarzystwa funduszy inwestycyjnych prawodawca przewiduje także obowiązek sporządzenia wewnętrznego regulaminu dotyczącego działania towarzystwa funduszy inwestycyjnych w najlepiej pojętym interesie funduszu inwestycyjnego oraz uczestników funduszu inwestycyjnego, w tym w zakresie wykonywania decyzji inwestycyjnych w zarządzaniu portfelami inwestycyjnymi funduszy inwestycyjnych, składania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych łącznie dla różnych funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz łącznie z innymi zleceniami składanymi przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jak również w zakresie przeprowadzania analiz przy doborze lokat funduszu inwestycyjnego. Te wszystkie instrumenty prawne, w dużej mierze określone przez przepisy rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2020 r. poz. 2103), w zamiarze ustawodawcy mają na celu limitację poziomu i zakresu ryzyk, jakie mogą wiązać się z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne, w tym w szczególności ryzyka poniesienia straty finansowej przez inwestora. Zob. też J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne. Prawna ochrona interesu uczestników*, LexisNexis, Warszawa 2009, s. 165—182; R. Mroczkowski, *Rola depozytariusza w systemie nadzoru nad rynkiem usług funduszy inwestycyjnych w Polsce*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 1, s. 713—732; M. Michalski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999, s. 161—162.

wodawca dostrzega m.in. konieczność zastrzeżenia szczególnej formy prawnej, wprowadza ograniczenie terytorialne siedziby towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy ograniczenia wobec założycieli towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Towarzystwem funduszy inwestycyjnych może być bowiem tylko spółka akcyjna z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a jej jednoosobowym założycielem może być wyłącznie osoba prawna, która uzyskała zezwolenie na wykonywanie podstawowej działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych określonej w art. 45 ust. 1 u.f.i. Stanowi to przykład zarówno ograniczenia podmiotowego — zastrzeżenie jedynej dopuszczalnej formy prawnej w postaci spółki akcyjnej, jak i ograniczenia przedmiotowego — wąski możliwy zakres działalności gospodarczej podmiotu prowadzącego działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych²⁷. Ustawodawca modyfikuje także kodeksowe zasady dotyczące oznaczenia przedsiębiorcy będącego towarzystwem funduszy inwestycyjnych określone w art. 305 § 1 i 2 ustawy z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych²⁸ w związku z art. 432 § 1 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny²⁹ i wskazuje, że firma towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinna zawierać dodatkowe elementy w postaci oznaczenia: „towarzystwo funduszy inwestycyjnych”, a jeżeli statut towarzystwa funduszy inwestycyjnych tak stanowi, może ono zamiast tego dodatkowego oznaczenia używać w firmie skrótu „tfi”. Co istotne dla pewności obrotu gospodarczego, oznaczenia „towarzystwo funduszy inwestycyjnych” lub jego skrótu może używać wyłącznie towarzystwo funduszy inwestycyjnych działające na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych³⁰.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie stanowi odrębnego typu spółki akcyjnej, a jego częściowo odrębna regulacja prawna wynika ze specyfiki prowadzonej działalności³¹. Szczególne warunki podjęcia działalności gospodarczej,

27 Por. A. Walaszek-Pyziół, C. Kosikowski, *Wolność gospodarcza w prawie polskim*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1995, s. 2; A. Żurawik, *Zasada wolności działalności gospodarczej i jej ograniczenia*, w: *Publiczne prawo gospodarcze*, red. R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 449; C. Banasiński, *Konstytucyjne podstawy ustroju gospodarczego*, w: *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski, LexiNexis, Warszawa 2017, s. 75.

28 Dz.U. z 2000 r. Nr 94 poz. 1037 z późn. zm., w skrócie: k.s.h.

29 Dz.U. z 1964 r. Nr 16 poz. 93 z późn. zm., w skrócie: k.c.

30 Por. I.B. Nestoruk, *Nazwy prawnie zastrzeżone w działalności prowadzonej na rynku finansowym — z problematyki ochrony oznaczeń przedsiębiorstwa, cz. 1*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2015, nr 1, s. 18—26.

31 Por. R. Blicharz, *Pozycja prawna uczestnika funduszu inwestycyjnego w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Marketingu, Sosnowiec 2006, s. 15; M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 8, s. 14—17.

której przedmiotem jest zarządzanie aktywami nabywanymi za środki lokowane przez inwestorów w funduszu inwestycyjnym, mają na celu zapewnienie bezpieczeństwa i profesjonalizmu powstającego dopiero towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz funduszu inwestycyjnego jako instytucji zaufania publicznego³².

Z punktu widzenia niniejszego opracowania warto także wskazać, że jako instytucja zaufania publicznego towarzystwo funduszy inwestycyjnych podlega szczególnym wymogom kapitałowemu (ustawowy obowiązek posiadania kapitału własnego na określonym poziomie), które mają zagwarantować bezpieczeństwo finansowe środkom pieniężnym powierzonym funduszom inwestycyjnym przez inwestorów. Źródła kapitału zakładowego towarzystwa funduszy inwestycyjnych muszą być udokumentowane, a środki na jego pokrycie lub na nabycie akcji nie mogą pochodzić z pożyczki lub kredytu.

Rękojmię należytego zarządzania funduszem inwestycyjnym w zamyśle prawodawcy stanowi także regulacja prawna zapewniająca tożsamość i identyfikację struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych — jest ona punktem wyjścia do zasadniczego tematu niniejszej monografii. Zgodnie bowiem z art. 53 u.f.i. akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą być wyłącznie imienne, chyba że są zdematerializowane³³. Oznacza to brak możliwości emitowania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych akcji na okaziciela oraz zamiany akcji imiennych na akcje na okaziciela w oparciu o treść art. 334 § 2 k.s.h. Ograniczenie to nie ma zastosowania do akcji, które są zdematerializowane, a które mogą także zostać dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu³⁴.

Ogół rozwiązań mających na celu kontrolę struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych tworzy system ograniczeń korporacyjnych spółki akcyjnej prowadzącej działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Wymóg emitowania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych akcji imiennych dzięki możliwości identyfikacji tożsamości akcjonariusza z jednej strony pozwala na większe związanie akcjonariuszy ze spółką, z drugiej — ma wpływ na zachowanie transparentnej struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy

32 Zob. P. Wajda, *Nadzór wstępny nad inwestorami instytucjonalnymi w obrębie polskiego rynku giełdowego (część 1)*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2011, nr 9, s. 24.

33 Por. A. Lichosik, *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, w: *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, red. J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka, Innovatio Press, Lublin 2016, s. 275—289.

34 Por. A. Lichosik, *Publiczny obrót papierami wartościowymi — geneza i stan obecny*, w: *Prawo administracyjne dziś i jutro*, red. J. Jagielski, M. Wierzbowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 639—649; A. Lichosik, *Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego — zagałnienia wybrane*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2015, t. 19, nr 1, s. 23—32.

inwestycyjnych, gdyż sprowadza się do łatwej identyfikacji podmiotów będących akcjonariuszami towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W konsekwencji unormowanie takie umożliwi efektywniejsze sprawowanie nadzoru przez Komisję Nadzoru Finansowego zarówno nad towarzystwem funduszy inwestycyjnych, jak i podmiotami będącymi jego akcjonariuszami. Jeden z instrumentów prawnych w ramach tego systemu stanowi zasadniczy przedmiot prezentowanego opracowania naukowego.

Istota tematu badawczego

Celem regulacji prawnej dotyczącej pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest zabezpieczenie interesów uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz pozostałych klientów tego towarzystwa, dla których świadczy ono usługi doradztwa inwestycyjnego czy usługi zarządzania portfelami zawierającymi jeden lub większą liczbę instrumentów finansowych. Interes ten może bowiem zostać naruszony przez negatywny wpływ akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Konieczność wprowadzenia regulacji prawnej pozwalającej na sprawowanie efektywnego nadzoru nad akcjonariuszami towarzystwa funduszy inwestycyjnych dostrzegł ustawodawca unijny w dyrektywie 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniającej dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego³⁵. Dyrektywa 2007/44/WE ujednoliciła w Unii Europejskiej zasady proceduralne i kryteria oceny ostrożnościowej planowanych transakcji nabycia akcji m.in. przedsiębiorstw inwestycyjnych (firm inwestycyjnych³⁶, towarzystw funduszy inwestycyjnych). Transpozycja do polskiego porządku prawnego przepisów dyrektywy 2007/44/WE została dokonana ustawą z dnia 25 czerwca 2010 r. o zmianie ustawy — Prawo bankowe, ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 21 lipca

35 Dz.Urz. UE L 247 z 21.09.2007, s. 1, dalej zwana dyrektywą 2007/44/WE.

36 W tej materii zob. ciekawe rozważania: P. Zawadzka, *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny w prawie polskim*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 1, s. 621—634.

2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym³⁷. W zakresie przedsiębiorstw inwestycyjnych w postaci towarzystw funduszy inwestycyjnych do ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi wprowadziła ona przepisy art. 54a—54n oraz znowelizowała treść art. 54.

Normy prawne zawarte w art. 54 i n. u.f.i. stanowią regulację systemową przepisów prawa powszechnie obowiązującego, mających na celu zapewnienie efektywnego nadzoru nad strukturą akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dla zabezpieczenia tego nadzoru konieczne było wprowadzenie mechanizmów pozwalających na uchwycenie faktycznego podziału głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy takiej spółki oraz na ocenę potencjalnego wpływu na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych. W tym celu ustawodawca wprowadza normy o charakterze administracyjnoprawnym, ustanawiające obowiązek zgłoszenia zamiaru nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, i w sposób należyty dla przepisów prawa publicznego dąży do uchwycenia całokształtu okoliczności dotyczących podmiotu będącego adresatem tego obowiązku.

Przepis art. 54 u.f.i. wprowadza obowiązek każdorazowego zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio: 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów (znacznym pakietem akcji) na walnym zgromadzeniu lub o zamiarze udziału w kapitale zakładowym. Natomiast zgodnie z treścią art. 54h ust. 4 u.f.i. Komisja Nadzoru Finansowego może wobec takiego zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zgłosić sprzeciw, jeśli wystąpią przesłanki określone przez ustawodawcę, a w efekcie uniemożliwić dokonanie tego rodzaju transakcji. Wzmiankowany środek nadzoru o charakterze administracyjnoprawnym powoduje, że *de facto* i *de iure* Komisja Nadzoru Finansowego ma realny wpływ na kształtowanie struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dokonuje się to na podstawie oceny indywidualnych cech zarówno akcjonariusza (potencjalnego lub rzeczywistego), jak i członków organów lub podmiotów dominujących w stosunku do akcjonariusza (potencjalnego lub rzeczywistego). Sprawowanie efektywnego nadzoru administracyjnoprawnego przez Komisję Nadzoru Finansowego ma na celu zapewnienie ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych. To z kolei przekłada się na ochronę interesów uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów tego towarzystwa. Anonimowość obrotu akcjami towarzystwa funduszy inwestycyjnych uniemożliwiłaby Komisji Nad-

37 Dz.U. z 2010 r. Nr 853 poz. 126 z późn. zm.

zoru Finansowego realizację celów nadzorczych o charakterze personalnym³⁸. Regulacja prawna w takim kształcie stanowi wyraz zasady silnego nadzoru administracyjnego Komisji Nadzoru Finansowego nad towarzystwami funduszy inwestycyjnych³⁹.

Wzmiankowany publicznoprawny obowiązek zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz możliwość złożenia sprzeciwu organu administracji publicznej stanowią instrument nadzoru prewencyjnego. Ma on eliminować *ex ante* potencjalne nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych przez podmiot, który stwarza zagrożenie dla ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Wprowadzenie regulacji prawnej w opisanym zakresie, w tym wyposażenie organu nadzoru w administracyjnoprawny środek oddziaływania, ma na celu budowanie pewności prawa, jasności i przewidywalności procesu oceny ostrożnościowej przyszłego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych i rezultatów tego procesu⁴⁰. Środki nadzoru stosowane przez Komisję Nadzoru Finansowego generalnie powinny pozytywnie wpływać na zaufanie inwestorów do całego rynku kapitałowego i toczącego się na nim obrotu. Zaufanie inwestorów oddziałuje bowiem na wielkość obrotu, a w konsekwencji na wzrost alokacji kapitału i związany z tym rozwój gospodarki. Celem środków nadzoru powinno zatem być nie tylko zwalczanie nadużyć, lecz także zapobieganie im i stwarzanie silnych ram rozwoju dla rynku kapitałowego⁴¹.

W kontekście poczynionych ustaleń warto podkreślić, że przyczynkiem do powstania niniejszego opracowania naukowego było dostrzeżenie możliwości *de facto* pośredniego nabycia pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych pozwalającego na wywieranie faktycznego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych pomimo niespełnienia przesłanek normatywnych nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Nie mam tu na myśli oczywistych normatywnych sytuacji przejścia kontroli, zgłoszenia zamiaru koncentracji czy obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje spółki publicznej będącej towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Jednak *de iure* — w mojej ocenie —

38 Zob. R. Blicharz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz—Katowice 2009, s. 217—219.

39 Por. A. Lichosik, *Zasada administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym*, w: *Zasady w prawie administracyjnym. Teoria, praktyka, orzecznictwo*, red. Z. Duniewska, M. Stahl, A. Krakala, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 605—617.

40 Na temat możliwości przewidzenia rozstrzygnięcia organu administracji publicznej zob. szerzej: K. Kokocińska, w: *Konstytucja biznesu. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2019, s. 102—103.

41 M. Wierzbowski, *Nowelizacja prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przebieg Sądowy” 1994, nr 9, s. 7.

istnieje możliwość zapewnienia sobie rzeczywistego (faktycznego) wpływu na podmiot ściśle nadzorowany, jakim jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, co może nastąpić w zasadzie bez jakiegokolwiek wiedzy czy zgody (*ex ante*) organu nadzoru w postaci Komisji Nadzoru Finansowego. Pomimo zapewnienia sobie przez określony podmiot realnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych można jednak wskazać przypadki normatywnego braku konieczności dokonywania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Niezgoda z takim stanem rzeczy oraz obawa o występowanie nadużyć z tym związanych stanowiła asumpt do przygotowania niniejszego opracowania.

Cele i problemy badawcze

Omówione w monografii rozwiązania prawne, bazujące na zastosowaniu środków natury publicznoprawnej nakierowanych na ochronę interesu publicznego, przesądzają o mechanizmach zabezpieczających funkcjonowanie rynku kapitałowego. Ochrona ta realizowana jest przez zdefiniowanie określonych celów nadzoru nad rynkiem kapitałowym, które wyposażają Komisję Nadzoru Finansowego w szereg narzędzi nadzoru, w tym o charakterze reglamentacyjnym i personalnym. Jednym z nich jest instytucja prawna sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego, która stanowi środek do realizacji szerszego celu nadzorczego, jakim w myśl art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁴² jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.

Celem monografii jest zbadanie regulacji prawnych dotyczących pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w świetle obowiązującego stanu prawnego, w tym analiza charakteru i stopnia ingerencji państwa w sferę gospodarczą, w szczególności pod kątem możliwych do zidentyfikowania luk w przepisach prawa. Uszczegółowieniem tego celu są określone problemy badawcze, które można wyrazić następującymi pytaniami:

1. Czy definicja legalna pośredniego nabycia akcji obowiązująca w ramach ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w sposób wystarczający (efektywny) chroni interesariuszy towarzystwa funduszy inwestycyjnych (uczestników funduszy inwestycyjnych, zbiorczego portfela papierów wartościowych, klientów,

42 Dz.U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1537 z późn. zm.

dla których towarzystwo funduszy inwestycyjnych świadczy usługi doradztwa inwestycyjnego czy usługi zarządzania portfelami z jednym instrumentem finansowym lub większą ich liczbą)?

2. Czy regulacja prawna dotycząca obowiązku zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, uzależniająca możliwość realizacji tego rodzaju transakcji od zgody (wyrażonej w postaci braku sprzeciwu) organu administracji publicznej, odpowiada zasadzie proporcjonalności (adekwatności), a w konsekwencji czy konstrukcja prawna w tym zakresie zapewniająca oddziaływanie państwa na potencjalnego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest wystarczająca i niezbędna dla osiągnięcia konkretnego celu, czy może jest nadmiernie dolegliwa?

Tak wyznaczone cele monografii pozwalają na postawienie następujących hipotez badawczych:

1. Interpretacja przepisów prawa dotyczących definicji legalnej pośredniego nabycia akcji obowiązującej na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi zamiast budować jasność, precyzyjność i kompletność normy prawnej, generuje szereg wątpliwości, a jej wynik może prowadzić do sytuacji, w której pomimo wystąpienia pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w rozumieniu języka powszechnego nie dojdzie do dokonania *ex ante* oceny ostrożnościowej w ramach narzędzi nadzorczych organu administracji publicznej, która zostałaby dokonana w przypadku jurekwalifikacji pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.
2. *De lege lata* możliwe jest zastosowanie konstrukcji prawnych, w których pomimo realnej (faktycznej) możliwości wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych zaistnieje brak normatywnej kwalifikacji takiego stanu jako pośrednie nabycie akcji w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w konsekwencji regulacja prawna w tym zakresie w pewnych przypadkach nie spełnia celu, w jakim została wprowadzona.
3. Reguły wolnorynkowe oraz regulacje oparte wyłącznie na stosunkach prywatnoprawnych są niewystarczającą gwarancją prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, a mając na względzie konieczność zapewnienia realizacji podstawowych wartości, takich jak przede wszystkim ochrona interesu uczestników funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, istnieje potrzeba precyzyjnej regulacji administracyjnoprawnej w tym zakresie.

4. Regulacja publicznoprawna w zakresie uzależnienia możliwości nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych od zgody (wyrażonej w postaci braku sprzeciwu) organu administracji publicznej, jak również środki oddziaływania władzy publicznej polegające na orzeczeniu zakazu wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy nakazie zbycia akcji, pomimo wpływu na sferę prawa własności i zasadę swobody umów, uwzględniają zasadę proporcjonalności (adekwatności).

W celu weryfikacji tych hipotez w poszczególnych rozdziałach monografii przedstawiono szczegółowe zagadnienia badawcze, co zdeteterminowało przyjętą strukturę pracy.

Uwagi metodologiczne

W przygotowywaniu niniejszego opracowania naukowego jako podstawową wykorzystano metodę badawczą dogmatyczną. W nieznanym stopniu posłużono się też metodą historyczną, która w założeniu powinna podnieść wartość merytoryczną prowadzonego wywodu, pozwalając na uchwycenie wprowadzonych zmian regulacji prawnych i ich konsekwencji zarówno normatywnych, jak i praktycznych. Istotą dogmatycznej metody badawczej jest dążenie do ustalenia treści norm prawnych, zbadanie zachodzących pomiędzy nimi zależności, usystematyzowanie i sklasyfikowanie poszczególnych zjawisk czy instrumentów prawnych, pozwalających spojrzeć na przedmiot badawczy jak na pewną całość.

Zastosowanie metody prawnoporównawczej z pewnością stanowiłoby dodatkowy walor monografii, jednak mogłoby także wpłynąć na przejrzystość głównego nurtu rozważań, który z uwagi na złożoność problematyki wymaga i tak licznych odniesień i dygresji. Z tego względu, a także z uwagi na przyjętą koncepcję pracy i skoncentrowanie się na starannie dobranym i celowo wąskim przedmiocie badań postanowiłam pominąć szersze odniesienia do źródeł prawa unijnego, jak i sposobów ich transpozycji do prawa krajowego, w tym w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

W ramach zastrzeżeń wyłączających należy wskazać, że w pracy celowo pominięto administracyjnoprawne środki nadzoru możliwe do orzeczenia w stosunku do podmiotu wykonującego uprawnienia podmiotu dominującego towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz cywilnoprawne skutki wykonywania uprawnień podmiotu dominującego z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych. Decyzja ta w głównej mierze wynika z faktu, że zasadniczym celem monografii jest wykazanie, że podmioty nieposiadające statusu podmiotu domi-

nującego w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą wywierać na nie realny wpływ.

Ponadto w pracy pominięte zostały zagadnienia związane z ujęciem rynku funduszy inwestycyjnych oraz towarzystw funduszy inwestycyjnych w kontekście publicznoprawnej ochrony konkurencji i konsumentów. Wynika to ze specyfiki oraz odmiennego charakteru tych zagadnień.

W monografii wykorzystano głównie dorobek polskiej literatury prawniczej w zakresie prawa rynku kapitałowego w znaczeniu ścisłym, a także w zakresie „czystego” prawa cywilnego, handlowego i administracyjnego. W publikacji uwzględniono stan prawny na dzień 1 czerwca 2021 r.

Pośrednie nabycie akcji

1.1. Rozważania wprowadzające

Normatywne ujęcie pośredniego nabycia akcji zmierza do uregulowania stanów faktycznych, w których dany podmiot nie uczestniczy jako strona (bezpośrednio) w zdarzeniu prawnym zmierzającym do nabycia akcji, a jednak takie nabycie w wyniku zachowań innych podmiotów prowadzi do zwiększenia ogólnej liczby akcji również po jego stronie. Dla zasadniczego tematu monografii podstawowe znaczenie ma pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych, której przepisy regulują także powstanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych i określają możliwości nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Biorąc pod uwagę fakt, że zarówno towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jak i jego akcjonariusz mogą mieć status spółki publicznej, w celu uzupełnienia podstawowej treści wywołu postanowiłam także przedstawić pośrednie nabycie akcji w ramach ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹, która przewiduje szczególną dla spółek publicznych regulację prawną w tym zakresie. Dodatkowo, uwzględniając fakt, że zarówno towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jak i co do zasady spółka publiczna dla swego bytu prawnego posiadają formę prawną spółki akcyjnej, w pierwszej kolejności omówione zostało pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy Kodeks spółek handlowych.

W ramach rozważań nad zagadnieniami pośredniego nabycia akcji należy stwierdzić, że ustawodawca w każdym ze wskazanych aktów prawnych — z uwagi na odmienne cele danej normy — wprowadza autonomiczne definicje legalne określające sytuacje, w jakich wystąpi pośrednie nabycie akcji. Nawet jednak normatywne uregulowanie częstokroć nie usuwa wątpliwości co do znaczenia interpretowanego przepisu. Pozornie zatem można by sądzić, że użycie definicji legalnych dla interpretatora powinno stanowić duże ułatwienie w poszukiwaniu i wyborze trafnego znaczenia tekstu prawnego. W tym

1 Dz.U. Nr 184 poz. 1539 z późn. zm., w skrócie: ustawa o ofercie publicznej lub u.o.p.

jednak przypadku prawodawca konstruuje definicję legalną w taki sposób, że momentami dalece odbiega ona od powszechnego znaczenia określenia „pośrednio”. Można uznać, że prawodawca wybiera taki kształt definicji legalnej „pośredniego nabycia akcji”, jaki w pewnym zakresie wykazuje konotacje z „pośredniością” zaczerpniętą z języka ogólnego, jednak głęboko to powiązanie upraszcza, wytrącając jednocześnie substrat znaczenia „pośredniości”. Dostrzeżona konstrukcja regulacji prawnej w tym zakresie skłoniła mnie do szerszego przeanalizowania interpretacji przytaczanych przepisów prawa dotyczących pośredniego nabycia akcji.

Z punktu widzenia praktyki stosowania prawa prawidłowość decyzji interpretacyjnej, czyli wybór „właściwego” znaczenia dla każdego przypadku interpretacyjnego, stanowi początek². Posługiwanie się przez prawodawcę definicjami legalnymi powinno zwiększać komfort pracy interpretatora przepisów prawa³, usuwać wątpliwości co do znaczenia definiowanych pojęć⁴, a także budować jasność (zrozumiałość) i pewność prawa⁵. Ustawodawca wprowadza definicję legalną, gdy identyfikuje potrzebę precyzyjniejszego niż w języku potocznym ustalenia znaczenia danego określenia albo gdy określenie to w języku potocznym ma znaczenie inne, niż ustawodawca planuje mu nadać w danym przepisie⁶. Zważywszy, że normatywne znaczenie pośredniego nabycia akcji odbiega — w mojej ocenie — od rozumienia „pośredniości” w języku powszechnym, w pierwszej kolejności w rozdziale tym omówione zostanie „pośrednie nabycie” w znaczeniu, jakie ma ono w języku ogólnym (powszechnym).

Biorąc pod uwagę fakt, że nieodłącznym elementem konstrukcji prawnej „pośredniego nabycia akcji” jest określenie stosunku dominacji i zależności oraz możliwych powiązań grupy podmiotów, opis normatywnych uregulowań „pośredniego nabycia akcji” poprzedzono syntetyczną charakterystyką podmiotu zależnego i dominującego w rozumieniu przywołanych wcześniej aktów prawnych zawierających definicję legalną „pośredniego nabycia akcji”. Mając jednak na względzie, że w kwestii charakterystyki stosunku dominacji i zależności dok-

2 A. Bielska-Brodziak, *Interpretacja tekstu prawnego na podstawie orzecznictwa podatkowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009, s. 15.

3 B. Brzeziński, *Szkice z wykładni prawa podatkowego*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2002, s. 48.

4 Por. A. Bielska-Brodziak, *Interpretacja tekstu prawnego...*, s. 42—43.

5 Zob. A. Malec, *Zarys teorii definicji prawniczej*, Philomath, Warszawa 2000, s. 11.

6 S. Wronkowska, M. Zieliński, *O korespondencji dyrektyw redagowania i interpretowania tekstu prawnego*, „*Studia Prawnicze*” 1985, z. 3—4, s. 308; M. Zieliński, *Wykładnia prawa. Zasady, reguły, wskazówki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2006, s. 198 i n.; S. Wronkowska, M. Zieliński, *Problemy i zasady redagowania tekstów prawnych*, Urząd Rady Ministrów, Warszawa 1993, s. 118.

tryna już wielokrotnie zajmowała stanowisko, poczynione uwagi w tym zakresie mają charakter głównie porządkowy i sygnalizacyjny (nierozbudowany). Ich celem jest wyłącznie zarysowanie otoczenia prawnego zasadniczej problematyki poruszanej w tej części pracy.

Mając na względzie poczynione ustalenia, w niniejszym rozdziale podejmuję próbę weryfikacji pomocniczej hipotezy badawczej, zgodnie z którą wprowadzenie i posługiwanie się definicjami legalnymi „pośredniego nabycia akcji” należy uznać za jak najbardziej celowe i uzasadnione, jednakże dla interpretatora tekstu prawnego ustalone w procesie wykładni znaczenie normatywne może stanowić zaskoczenie, a w skrajnych przypadkach — spowodować wystąpienie luki w systemie prawa, do czego nie doszłoby przy użyciu znaczenia przyjętego w języku ogólnym.

1.2. Pośrednie nabycie w rozumieniu języka ogólnego (powszechnego)

Znaczenie językowe danego pojęcia może różnić się w zależności od tego, czy jego interpretacji dokonujemy na gruncie języka ogólnego (potocznego, powszechnego), prawnego czy prawniczego. Zasadniczo zarówno doktryna prawa, jak i judykatura dla ustalenia rozumienia danego pojęcia zgodnie przyjmują w pierwszej kolejności wykorzystanie znaczenia tekstu prawnego oraz definicji legalnych zamieszczonych w danym akcie prawnym (w tym w aktach wykonawczych do ustawy). Również gdy ustawodawca odsyła do definicji znajdującej się w innym akcie prawnym, definicja taka powinna być wiążąca⁷. W sytuacji, gdy określone słowo lub wyrażenie nie zostało zdefiniowane w danym akcie prawnym, wypracowano co najmniej trzy drogi dokonania interpretacji. Pierwszą jest ustalenie znaczenia na podstawie języka potocznego; drugą — użycie języka prawnego jednak zaczerpniętego z innych aktów normatywnych poprzez przyjęcie definicji legalnych z aktów prawnych innych niż interpretowany; trzecią drogą jest przyjęcie znaczenia obowiązującego w języku prawniczym (orzecznictwie i doktrynach), poprzez zastosowanie niejako cudzej interpretacji⁸. Niewątpliwie język ogólny stanowi źródło znaczenia pojęć zawartych w aktach prawnych. Judykatura wspomina o domniemaniu, że „tak daleko jak to jest możliwe, nadajemy

7 Por. także A. Bielska-Brodziak, *Kłopoty z definicjami legalnymi*, w: *System prawny a porządek prawny*, red. O. Bogucki, S. Czepita, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008, s. 160.

8 Zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 14 grudnia 2000 r., sygn. akt: FSA 2/00, LEX nr 1684501. Zob. także A. Bielska-Brodziak, *Interpretacja tekstu prawnego...*, s. 59.

zwrotom prawnym znaczenie występujące w języku potocznym”⁹. Znaczenia potocznego danego terminu można poszukiwać w trzech źródłach: w opinii biegłych językoznawców, w słownikach językowych oraz w intuicji językowej¹⁰.

W przypadku problematyki niniejszej pracy odwołanie się do języka prawnego (poprzez poszukiwanie definicji legalnych w innych niż interpretowane aktach prawnych) czy języka prawniczego (przez sięgnięcie do orzecznictwa i judykatury) nie jest konieczne, przywoływane w pracy regulacje w zakresie pośredniego nabycia akcji zostały bowiem przez prawodawcę ściśle określone w tekście omawianych aktów normatywnych, a każdy z tych aktów realizuje odmienny cel regulacji (chroni różne wartości). Ta część pracy została poświęcona zarysowaniu znaczenia pojęcia „pośredni” w języku powszechnym w celu dalszego wykazania rozbieżności w rozumieniu tego terminu na gruncie języka ogólnego oraz języka prawnego czy prawniczego.

Zmierzając do ustalenia znaczenia terminu „pośredni” funkcjonującego w języku powszechnym, należy sięgnąć do jego słownikowego rozumienia. I tak „pośredni” to:

- a) niedotyczący czegoś bezpośrednio¹¹;
- b) w porównaniu z dwiema rzeczami, dwoma zjawiskami mający niektóre cechy wspólne im obu, stanowiący etap, zjawisko przejściowe między nimi; przejściowy¹²;
- c) niebezpośredni, uboczny, dalszy¹³;
- d) taki, który nie dotyczy czegoś wprost; mający charakter przejściowy, znajdujący się między dwoma elementami, etapami czegoś; mający cechy wspólne dla dwóch rzeczy, zjawisk¹⁴;
- e) pośredni etap lub element w jakimś procesie lub systemie to taki, który znajduje się między dwoma innymi jego etapami lub elementami; coś,

9 Zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 11 marca 2003 r., sygn. akt: I SA/Bd 164/03, LEX nr 80898; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 14 stycznia 2005 r., sygn. akt: FSK 1218/04, Legalis nr 66611; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 7 grudnia 2001 r., sygn. akt: III SA 2067/00, Legalis nr 56484.

10 A. Bielska-Brodziak, *Interpretacja tekstu prawnego...*, s. 25.

11 L. Drabik, A. Kubiak-Sokół, E. Sobol, L. Wiśniakowska, *Słownik języka polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 718.

12 Zob. E. Sobol, *Popularny słownik języka polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 734; E. Sobol, *Nowy słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 727; L. Drabik, A. Kubiak-Sokół, E. Sobol, L. Wiśniakowska, *Słownik języka polskiego PWN...*, s. 718.

13 Zob. E. Sobol, *Popularny słownik języka polskiego PWN...*, s. 734; E. Sobol, *Nowy słownik języka polskiego...*, s. 727.

14 E. Dereń, E. Polański, *Wielki słownik języka polskiego*, red. E. Polański, Krakowskie Wydawnictwo Naukowe, Kraków 2008, s. 649.

co jest pośrednie między jakimiś wartościami, cechami, ocenami itp., znajduje się między nimi na jakiejś skali¹⁵;

- f) nieodnoszący się do czegoś wprost; niebezpośredni, dalszy; mający charakter przejściowy, posiadający cechy wspólne dla dwu zjawisk, rzeczy¹⁶;
- g) działający niebezpośrednio, niesamodzielny, uboczny, pomocniczy¹⁷.

Dokonując analizy znaczenia słownikowego słowa „pośredni”, można powiedzieć, że pośredni to nie dotyczący czegoś wprost, bezpośrednio, a działający niebezpośrednio. Wydaje się również, że takie znaczenie odpowiada intuicji językowej.

Poczynione ustalenia stanowią punkt wyjścia do dalszej analizy pośredniego nabycia akcji z punktu widzenia prawodawcy, a także wskazują na płaszczyznę kontekstu znaczenia i możliwości wykorzystania języka powszechnego w procesie stanowienia oraz stosowania prawa.

1.3. Pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy — Kodeks spółek handlowych

1.3.1. Stosunek dominacji i zależności na gruncie ustawy — Kodeks spółek handlowych

Zgodnie z art. 4 § 1 pkt 4 k.s.h. spółka dominująca to spółka handlowa w przypadku gdy:

- a) dysponuje bezpośrednio lub pośrednio większością głosów na zgromadzeniu wspólników albo na walnym zgromadzeniu, także jako zastawnik albo użytkownik, bądź w zarządzie innej spółki kapitałowej (spółki zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami; lub
- b) jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków zarządu innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami; lub
- c) jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków rady nadzorczej innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami; lub

15 *Słownik języka polskiego*, t. 4, red. M. Bańko, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 138.

16 B. Dunaj, *Popularny słownik języka polskiego*, Wilga, Warszawa 1999, s. 506.

17 *Słownik języka polskiego*, t. 4, red. J. Karłowicz, A. Kryński, W. Niedźwiedzki, Warszawa 1908, s. 794.

- d) członkowie jej zarządu stanowią więcej niż połowę członków zarządu innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej); lub
- e) dysponuje bezpośrednio lub pośrednio większością głosów w spółce osobowej zależnej albo na walnym zgromadzeniu spółdzielni zależnej, także na podstawie porozumień z innymi osobami; lub
- f) wywiera decydujący wpływ na działalność spółki kapitałowej zależnej albo spółdzielni zależnej, w szczególności na podstawie umów określonych w art. 7 k.s.h.

Przepis ten określa stosunek dominacji i stosunek zależności oraz definiuje stosunki powiązania grupy podmiotów¹⁸. Regulacja spółki dominującej sprowadza się do przyjęcia, że może ona wywierać efektywny i decydujący wpływ na inny podmiot (spółkę zależną)¹⁹. Taką kwalifikację normatywną stosunku dominacji i zależności można podzielić na kilka podstawowych grup wykazujących zbliżone cechy:

- a) sytuacje, gdy spółka dominująca dysponuje (bezpośrednio lub pośrednio) większością głosów na zgromadzeniu wspólników, na walnym zgromadzeniu (także jako zastawnik albo użytkownik) bądź w zarządzie innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) lub większością głosów w spółce osobowej zależnej, także na podstawie porozumień z innymi osobami;
- b) jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków zarządu lub rady nadzorczej innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami;
- c) członkowie jej zarządu stanowią więcej niż połowę członków zarządu innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej);
- d) wywiera decydujący wpływ na działalność spółki kapitałowej zależnej, w szczególności na podstawie umów określonych w art. 7 k.s.h.

Z powyższego wynika, że stosunek dominacji i zależności może zaistnieć w przypadku tzw. powiązania kapitałowego, tj. posiadania większości głosów

18 Zob. P. Błaszczyk, *Pojęcie grupy spółek na tle stosunku dominacji i zależności w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 7, s. 8 i n.; A. Opalski, *Pojęcie spółki dominującej i zależnej w KSH — zagadnienia wybrane*, „Monitor Prawa Handlowego” 2012, nr 3, s. 17 i n.; Idem, *Prawo zgrupowań spółek*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 234 i n.; M. Stanik, *Zasada przejrzystości stosunków korporacyjnych w polskim prawie grup spółek*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 23—27.

19 M. Romanowski, *Pojęcie spółki dominującej w Kodeksie spółek handlowych*, „Państwo i Prawo” 2004, z. 5, s. 76—87.

w organach innego podmiotu bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty, również na podstawie porozumień z innymi osobami (tzw. *acting in concert*) w zakresie wspólnego kierunku głosowania na walnym zgromadzeniu²⁰. Ten rodzaj dominacji może mieć charakter bezpośredni lub pośredni. Stosunek dominacji bezpośredniej ma miejsce w przypadku, gdy spółka dominująca posiada udziały lub akcje w innej spółce (spółce zależnej), czyli jest jej współnikiem lub akcjonariuszem. Natomiast stosunek dominacji pośredniej występuje w przypadku, gdy spółka zależna Y (wobec spółki dominującej X) posiada udziały lub akcje w innej spółce (spółce zależnej Z). Dochodzi wówczas do powstania kilkustopniowej struktury, w której spółka zależna Y staje się spółką dominującą bezpośrednio wobec spółki zależnej Z, a spółka dominująca X staje się spółką dominującą pośrednio wobec spółki zależnej Z. Pośrednie dysponowanie głosami w organach innego podmiotu może mieć również miejsce, gdy podmiot A jest podmiotem dominującym wobec podmiotu B i C, a podmioty B i C łącznie mają większość głosów w organie podmiotu D. W takiej sytuacji podmiot A jest podmiotem dominującym także wobec podmiotu D²¹. Posiadanie większości głosów możliwe jest dla zastawnika lub użytkownika, przy czym wydaje się, że wyłącznie wówczas, gdy temu podmiotowi przysługuje prawo głosu z tytułu umowy zastawu czy użyczenia²².

Stosunek dominacji i zależności może zaistnieć w przypadku powiązań o charakterze ustrojowym²³ (dominacja zarządcza i nadzorczą)²⁴. Dzieje się tak, gdy spółka jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków zarządu lub rady nadzorczej innej spółki kapitałowej (spółki zależnej), także na podstawie porozumień. Co więcej, w tym przypadku wskazuje się, że istnienia tego rodzaju porozumienia można nawet domniemywać przy stosunkach pomiędzy spółką zależną a dominującą²⁵. Tego rodzaju stosunek dominacji dotyczy głównie sytuacji przyznania w umowie lub w statucie spółki indywidualnych uprawnień współnikom lub akcjonariuszom do powoływania lub odwoływania

20 G. Suliński, w: J. Bieniak et al., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020, kom. do art. 4.

21 Zob. P. Pinior, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015, s. 35.

22 Ibidem, s. 35—36; K. Falkiewicz, R. Kwaśnicki, *Skutki zajęcia udziałów spółki z ograniczoną odpowiedzialnością — polemika*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 5; szerzej zob. uwagi w rozdziale 2.

23 Por. P. Pinior, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka..., s. 37.

24 M. Bielecki, *Problematyka powiązań typu dominacja — zależność w KSH, cz. 2: Dominacja zarządcza, nadzorczą, personalna, kontraktowa, reguły antykolizyjne*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 13, s. 699.

25 Ibidem.

członków organów spółki. Jak trafnie wskazuje Piotr Pinior, powiązanie ustrojowe może stanowić także skutek powiązania kapitałowego, gdyż dysponując większością głosów na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu, spółka dominująca może przegłosować określonych kandydatów²⁶.

Kolejną formą stosunku dominacji jest wystąpienie powiązań osobowych, tzw. dominacja personalna czy unia personalna, tj. sytuacja, w której członkowie zarządu jednej spółki (spółki dominującej) stanowią więcej niż połowę członków zarządu innej spółki (spółki zależnej)²⁷.

Stosunek dominacji (dominacja kontraktowa²⁸) może powstać również w sytuacji wywierania przez jeden podmiot decydującego wpływu na drugi podmiot (spółkę zależną), w szczególności w przypadku istnienia umowy przewidującej zarządzanie spółką zależną lub przekazywanie zysku przez taką spółkę²⁹. Jest to jednak jeden z typów umów, na podstawie których jeden podmiot może wywierać decydujący wpływ na drugi podmiot, zawieranych w celu tworzenia struktur organizacyjnych pomiędzy spółką dominującą a spółką zależną, tzw. umów strukturalnych, np. umów konsorcjalnych czy umów o wspólne przedsięwzięcie³⁰.

Warto podkreślić, że stosunek dominacji zarządczej, nadzorczej i kapitałowej może powstać w wyniku porozumienia z innymi osobami. Mowa tu wyłącznie o porozumieniach, których celem jest wywieranie w sposób stały decydującego wpływu na działalność spółki³¹, a nie porozumieniach incydentalnych, dotyczących sposobu głosowania w określonej sprawie czy w określony sposób³². W moim przekonaniu taki kierunek interpretacji może budzić wątpliwości na gruncie wykładni funkcjonalnej. Teoretycznie bowiem wystarczające byłoby nawet jednorazowe porozumienie co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, na którym zostaną podjęte określone

26 Por. P. Pinior, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka..., s. 37.

27 S. Włodyka, *Prawo koncernowe*, w: *Prawo spółek handlowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 62.

28 M. Bielecki, *Problematyka powiązań typu dominacja — zależność w KSH...*, s. 699.

29 T. Targosz, *Artykuł 7 k.s.h. — czy rzeczywiście załączek regulacji prawa holdingowego?* „Rejent” 2003, nr 1, s. 105—132.

30 Zob. S. Włodyka, *Strategiczne umowy przedsiębiorców*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2000, s. 245—257; A. Opalski, *Transakcje między podmiotami powiązаныmi w prawie spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 11, s. 4 i n.; M. Kępiński, A. Nowicka, *Reguły konkurencji a porozumienia kooperacyjne*, Urząd Antymonopolowy, Warszawa 1995, s. 78—82.

31 Por. W. Popiołek, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka..., s. 126; A. Szumański, w: S. Sołtyśński et al., *Kodeks spółek handlowych*, t. 1: *Przepisy ogólne. Spółki osobowe. Komentarz do artykułów 1—150*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 79, 93—94 i n.

32 Por. A. Szumański, *Ograniczona regulacja prawa holdingowego (prawa grup spółek) w kodeksie spółek handlowych*, „Państwo i Prawo” 2001, z. 3, s. 20—39.

decyzje korporacyjne czy strategiczne decyzje biznesowe kształtujące kilkuletni ład korporacyjny w organizacji. Jeśli zatem porozumienie faktycznie będzie dotyczyło sposobu głosowania na jednym walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, to decyzje podjęte przez te organy stanowiące mogą ukształtować strategiczne (wieloletnie) cele i działania spółki lub ukonstytuować nowy skład osobowy powoływanych członków organów nadzorczych³³.

Prawodawca w ustawie Kodeks spółek handlowych nie wskazuje minimalnej formy czy zakresu treści porozumienia, na podstawie którego może powstać stosunek dominacji. W efekcie przyjęć należy, że może przybrać ono zarówno formę pisemnej lub ustnej umowy, jak i uzgodnień dokonywanych w jakiegokolwiek formie³⁴. Dla uznania umowy za porozumienie wystarczające jest, aby oświadczenie woli zostało złożone w dowolnej formie (nie musi przybierać formy pisemnej), a zgodnie z ogólną zasadą prawa cywilnego dla identyfikacji umowy indyferentny pozostanie również tytuł nadany składanym oświadczeniom woli. Znaczenie będzie miał natomiast wspólny zamiar stron porozumienia. Forma pisemna będzie zapewne właściwsza z punktu widzenia celów dowodowych, jednak również z tego względu przez strony porozumienia, które mogą nie chcieć ujawnić swoich zamiarów, w praktyce rzadziej stosowana.

1.3.2. Istota (interpretacja) regulacji

Doktryna prawa handlowego wyróżnia dwa modele pośredniego nabycia akcji. Pierwszy z nich to tzw. model statyczny, w którym do zwiększenia stanu posiadania akcji danej spółki (A) dochodzi w wyniku uzyskania dominacji nad podmiotem (np. spółką), który uprzednio posiadał już takie akcje. W konsekwencji w tym przypadku nie ma miejsca bezpośrednia transakcja nabycia akcji spółki (A). Przeciwnieństwem tego jest drugi model zwany dynamicznym, który zakłada, że zwiększenie ogólnego stanu posiadania akcji spółki związane jest nie tylko z powstaniem stanu dominacji, lecz także wymaga czynności prowadzącej do nabycia akcji tej spółki³⁵.

Pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy Kodeks spółek handlowych ujmuje art. 6 § 2 k.s.h., zgodnie z którym nabycie lub wykonywanie praw z akcji albo

33 W tym kierunku zob. także P.M. Szelenbaum, *Działanie w porozumieniu w spółce publicznej*, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 4, s. 59.

34 A. Szumański, w: S. Sołtysiński et al., *Kodeks spółek handlowych*, t. 1: *Przepisy ogólne. Spółki osobowe. Komentarz do artykułów 1–150*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001, s. 50.

35 M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej a regulacja pośredniego nabycia akcji przewidziana w KSH*, „Monitor Prawniczy” 2012, nr 5, s. 233.

udziałów przez spółkę bądź spółdzielnię zależną uważa się za równoznaczne z nabyciem albo wykonywaniem praw przez spółkę dominującą. Przepis ten opisuje niejako zjawisko utożsamiania podmiotów zależnych z podmiotem dominującym³⁶, przy czym wyróżnić tu można dwa podstawowe stany faktyczne³⁷. W pierwszym z nich spółka zależna nabywa akcje, które i tak w konsekwencji są przypisywane spółce dominującej. Zatem ustalenie stanu ogólnej liczby akcji danej spółki jest dokonywane na poziomie spółki dominującej — w ramach grupy spółek, jaką tworzą spółka dominująca i spółki zależne³⁸, bierze się przy tym pod uwagę akcje nabyte przez spółkę zależną i to bez względu na poziom tej zależności³⁹. W drugim przypadku pośredniego nabycia akcji mamy do czynienia z sytuacją, w której spółka zależna wykonuje prawa z posiadanych przez nią akcji, a czynność ta przypisywana jest jako wykonywana przez spółkę

36 S. Włodyka, *Prawo koncernowe*, w: *Prawo spółek handlowych...*, s. 1563.

37 M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej a regulacja pośredniego nabycia akcji przewidziana w KSH*, „Monitor Prawniczy” 2012, nr 5, s. 233.

38 Zob. szerzej: A. Szumański, *Spór wokół roli interesu grupy spółek i jego relacji w szczególności do interesu własnego spółki uczestniczącej w grupie*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 5, s. 9—17; R. Stefanicki, *Prawo grup spółek — wybrane zagadnienia*, w: *Kodeks spółek handlowych po dziesięciu latach*, red. J. Frąckowiak, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2013, s. 676 i n.; J. Zięty, *Projekt zmian w zakresie prawa grup spółek (próba oceny)*, „Państwo i Prawo” 2010, z. 3, s. 20—31; T. Leipert, *Istota koncernu a art. 4 § 1 pkt 4 k.s.h.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 2, s. 51—58; M. Michalski, *Powiązania kapitałowe a problematyka koncentracji bankowych spółek akcyjnych*, „Glosa” 2003, nr 10, s. 12—17; T. Staranowicz, *Regulacja prawna holdingu w Kodeksie spółek handlowych*, „Radca Prawny” 2003, nr 6, s. 84; A. Szumański, *Ograniczona regulacja prawa holdingowego (prawa grup spółek) w Kodeksie spółek handlowych*, „Państwo i Prawo” 2001, z. 3, s. 20—39.

39 Na temat prawnej regulacji tzw. stosunków holdingowych szerzej zob. m.in. D. Fuchs, *Tworzenie i funkcjonowanie akcyjnych grup kapitałowych. Zagadnienia prawne*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1996, nr 11, s. 2—5; J. Jacyszyn, *Spółka spółek*, „Rejent” 1993, nr 6, s. 28—29; S. Sołtyński, *Zgrupowania spółek. Zarys problematyki*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1993, z. 3, s. 224—243; L. Stecki, *Holdings*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 1999, s. 118—122; A. Susz-Kramarska, *Koncern jako źródło zagrożenia egzystencji spółki zależnej*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 1, s. 7—12; A. Szumański, *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek (zagadnienia pojęciowe)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 8, s. 1—11; S. Włodyka, *Pojęcie holdingu w prawie polskim*, w: *Księga pamiątkowa ku czci Profesora Leopolda Steckiego*, red. M. Bączyk et al., Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 1997, s. 491 i n.; R. Szczepaniak, *Charakter prawny holdingu. Glosa do orzeczenia Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z 29 października 2009 r. w sprawie Skatteverket v AB SKF*, „Prawo Spółek” 2010, nr 4, s. 55—59; P. Błaszczuk, *Ochrona wspólników mniejszościowych spółki zależnej należącej do grupy spółek*, „Państwo i Prawo” 2010, z. 10, s. 20—26; P. Błaszczuk, *Ochrona wspólnika mniejszościowego spółki zależnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 1 i n.; G. Nita-Jagielski, *Tendencje europejskie w zakresie regulacji grup spółek (koncernów)*, w: *Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, red. J. Kruczałak-Jankowska, LexisNexis, Warszawa 2013, s. 157 i n.

dominującą. W rezultacie prawa głosu z tych akcji będą sumowane z prawami głosu z akcji posiadanych przez spółkę dominującą.

Podczas tworzenia niniejszego opracowania na etapie konsultacji publicznych znajdował się projekt z dnia 20 lipca 2020 r. ustawy o zmianie ustawy Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw⁴⁰, którego — jak czytamy w uzasadnieniu —

podstawowym celem jest wprowadzenie do polskiego prawa regulacji prawnej prawa holdingowego (prawa grup spółek, prawa koncernowego), które — w szerokim znaczeniu doktrynalnym — reguluje relacje prywatnoprawne pomiędzy spółką dominującą i jej spółkami zależnymi, w sposób uwzględniający interes wierzycieli, członków organów oraz drobnych wspólników (akcjonariuszy) spółki zależnej, jak również o wyposażenie rad nadzorczych w narzędzia umożliwiające prowadzenie bardziej efektywnego nadzoru korporacyjnego, a także wyeliminowanie wątpliwości podnoszonych przez przedsiębiorców i przedstawicieli doktryny⁴¹.

Nabycie akcji przez podmioty wchodzące w skład pewnej struktury organizacyjnej powoduje konsekwencje dla podmiotu znajdującego się w hierarchii nad nimi. W doktrynie prawa handlowego wskazuje się, że tego rodzaju nabycie akcji z punktu widzenia kodeksowej regulacji holdingowej⁴² ma znaczenie tylko wówczas, gdy akcje będące przedmiotem transakcji nabycia, ewentualnie łącznie z innymi akcjami danej spółki posiadany już w ramach tej grupy, powodują, że stanie się ona spółką dominującą, a w efekcie rozstrzygają o konkretyzacji obowiązku notyfikacyjnego, o którym mowa w art. 6 § 1 k.s.h.⁴³

Konstrukcja pośredniego nabycia akcji w tym przypadku spełnia swą funkcję w sytuacji skumulowania udziału kapitałowego w spółce, której akcje zostały nabyte, do poziomu zapewniającego danej grupie spółek większość głosów w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu tej spółki. Wydaje się zatem, że na gruncie ustawy Kodeks spółek handlowych kon-

40 <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12336750/12704858/12704859/dokument457841.pdf> (dostęp: 29.11.2020).

41 Zob. Uzasadnienie projektu z dnia 20 lipca 2020 r. ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, s. 2, <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12336750/12704858/12704859/dokument457843.pdf> (dostęp: 29.11.2020).

42 Por. A. Karolak, *Instytucja holdingu*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2001, nr 3, s. 5—15 i n.; P. Błaszczuk, *Pojęcie interesu grupy spółek jako kategoria wyjściowa dla polskiego prawa holdingowego*, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 19, s. 1029—1037.

43 M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej...*, s. 233; W. Popiółek, *Podmiotowy zakres zastosowania art. 6 Kodeksu spółek handlowych*, „Prawo Spółek” 2001, nr 7—8, s. 4.

strukcja pośredniego nabycia akcji została stworzona z potrzeby ułatwienia realizacji obowiązku notyfikacji faktu uzyskania dominacji nad spółką zależną⁴⁴, powstałego w następstwie czynności nabycia akcji dokonanej przez spółkę zależną znajdującą się w hierarchii wyżej niż spółka, której akcje zostały nabyte⁴⁵. Stanowisko takie pozostaje w zgodzie z wykładnią systemową. Norma z art. 6 § 2 k.s.h. została bowiem zawarta w przepisie o obowiązku notyfikacji i informacji dotyczących powstania lub ustania stosunków podporządkowania i nie powinno się nadawać jej charakteru ogólnego, wykraczającego poza ten zakres. Stąd też można wnioskować, że art. 6 § 2 k.s.h. odnosi się wyłącznie do obowiązku notyfikacji i informacji, wynikającego z art. 6 § 1 k.s.h.⁴⁶ Gdyby bowiem przyjąć, że norma z art. 6 § 1 k.s.h. ma charakter samodzielny i można ją stosować nie tylko do obowiązku notyfikacji powstania stosunku dominacji, lecz także do wszystkich przypadków nabycia akcji lub udziałów przez spółkę lub spółdzielnię zależną, należałoby przyjąć tożsamość spółek i spółdzielni zależnych ze spółką dominującą. Wniosek tego rodzaju pozostawałby jednak w sprzeczności z zasadą odrębności prawnej podmiotów z grupy spółek.

Na gruncie powyższego można stwierdzić, że pośrednie nabycie akcji, o jakim mowa w ustawie Kodeks spółek handlowych, charakteryzuje taką sytuację, w której nabycie akcji przez jeden podmiot (będący stroną transakcji nabycia) w sposób bezpośredni zostanie również zakwalifikowane jako nabycie akcji przez podmiot bezpośrednio niezaangażowany w daną transakcję (nabycie w sposób pośredni). Przy założeniu odpowiednich zależności pomiędzy tymi podmiotami, tj. funkcjonowania ich w ramach pewnej struktury (grupy spółek). Abstahując od *ratio legis* wprowadzenia przez ustawodawcę konstrukcji prawnej tego rodzaju, takie normatywne ujęcie pośredniego nabycia akcji w *prima facie* jest zbieżne ze słownikowym znaczeniem. Co do zasady każdy z uczestników w grupie spółek traktowany jest jako samodzielny i odrębny podmiot, podobnie w przypadku stosunków między podmiotami dominującymi i zależnymi. Jednak zasada ta w niektórych sytuacjach ulega przełamaniu w ten sposób, że podmioty zależne utożsamiane są z podmiotem dominującym⁴⁷. Z treści normy prawnej w takim kształcie należy wnioskować, że pośrednie nabycie akcji jest ściśle związane z wystąpieniem stosunku dominacji i zależności, a w konsekwencji nabycie

44 Tak np. T. Siemiątkowski, R. Potrzezszcz, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 1, red. T. Siemiątkowski, R. Potrzezszcz, LexisNexis, Warszawa 2011, s. 74.

45 Por. P. Piniór, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka..., s. 39—42; M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej...*, s. 233.

46 S. Włodyka, *Prawo koncernowe*, w: *Prawo spółek handlowych...*, s. 1563—1564.

47 *Ibidem*, s. 1563.

mniejszościowego pakietu akcji spółki A (niepowodującego powstania stosunku dominacji) wobec spółki B normatywnie nie będzie stanowiło pośredniego nabycia akcji. Powyższe potwierdza, że ustalone znaczenie tekstu prawnego odbiega od tego funkcjonującego w języku powszechnym, a w konsekwencji może powodować wątpliwości w procesie interpretacji niniejszej regulacji.

1.4. Pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej

1.4.1. Stosunek dominacji i zależności na gruncie ustawy o ofercie publicznej

Zgodnie z art. 4 pkt 14 u.o.p. przez podmiot dominujący rozumie się podmiot, który:

- a) posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami; lub
- b) jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu; lub
- c) więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności.

Natomiast przez podmiot zależny w myśl art. 4 pkt 15 u.o.p. rozumie się podmiot, w stosunku do którego inny podmiot jest podmiotem dominującym, również wszystkie podmioty zależne od tego podmiotu zależnego uważa się za podmioty zależne od tego podmiotu dominującego.

Stosunek dominacji i zależności pomiędzy poszczególnymi podmiotami można określić jako możliwość wywierania wpływu przez podmiot dominujący na podmiot zależny, który może realizować interesy podmiotu dominującego czy grupy podmiotów. Regulacja w takim kształcie pozwala na nałożenie określonych obowiązków na podmioty, których doregulowanie byłoby w praktyce nieskuteczne, gdyby nie uwzględniało faktu funkcjonowania w obrocie relacji dominacji i zależności⁴⁸. Przy dokonywaniu kwalifikacji normatywnej

48 Tak T. Sójka, w: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 110.

wskazującej, że dany podmiot stał się podmiotem dominującym, wyróżniamy trzy, co do zasady niezależne od siebie (wystąpienie jednej z nich powoduje uzyskanie statusu podmiotu dominującego), kategorie sytuacji. Pierwszą z nich jest okoliczność uzyskania statusu podmiotu dominującego poprzez posiadanie (bezpośrednio lub pośrednio) przez inne podmioty większości głosów w organach innego podmiotu (również na podstawie porozumień z innymi osobami). W świetle językowej wykładni tego przepisu należy stwierdzić, że dotyczy on wszystkich organów podmiotu zależnego, tj. zarówno walnego zgromadzenia, zarządu, jak i rady nadzorczej, przy czym dla powstania stosunku dominacji wystarczająca jest większość głosów w jednym z organów innego podmiotu. Może to być zatem sytuacja, w której danemu podmiotowi przysługuje większość głosów na walnym zgromadzeniu spółki akcyjnej albo w której osoba fizyczna pełni funkcję członka zarządu jednoosobowego⁴⁹.

Podmiot dominujący może posiadać większość głosów w organach podmiotu zależnego zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio. Pierwszy przypadek ma miejsce, gdy podmiot dominujący posiada prawo głosu w organach innego podmiotu. W drugim przypadku ustawodawca wskazuje, że posiadanie prawa głosu w organach innego podmiotu realizowane jest przez inne podmioty, tj. prawo głosu formalnie przysługuje innemu podmiotowi niż podmiot, który jest uznawany za podmiot dominujący, a ten jednak faktycznie może wpływać na sposób wykonywania prawa głosu w organach podmiotu zależnego⁵⁰.

Ustawodawca, podobnie jak w Kodeksie spółek handlowych, dopuszcza możliwość posiadania większości głosów w organach innego podmiotu pośrednio — przez inne podmioty — również na podstawie porozumień z innymi osobami⁵¹. Brak jest jednak normatywnej regulacji w zakresie wymogu co do formy takich porozumień⁵². Korzysta się w tym przypadku z doktryny prawa handlowego i przyjmuje, że należy badać treść porozumień, a za porozumienia należy uznać wyłącznie te, których celem jest wywieranie decydującego wpływu na działal-

49 Tak T. Sójka, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 111. Odmiennie M. Romanowski (*Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 152), który jeszcze na gruncie ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 1997 r. Nr 118 poz. 754) wskazywał, że należałoby pominąć komisję rewizyjną, której znaczenie w praktyce nie jest duże.

50 Por. T. Sójka, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 111.

51 Na temat możliwości funkcjonalnego współtworzenia przez spółkę publiczną porozumienia o zgodnym głosowaniu na walnym zgromadzeniu tej spółki zob. uwagi: D. Dąbrowski, *Zawieszenie wykonywania praw udziałowych z akcji własnych oraz z akcji spółki dominującej posiadanych przez spółkę zależną*, w: *Europejskie prawo spółek*, t. 2, red. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, Warszawa 2005, s. 254, 270—275.

52 Por. A. Szumański, w: *Kodeks spółek handlowych*, t. 1..., s. 93—94.

ność spółki w sposób stały, permanentny (a nie incydentalny), który nie wymaga uzgodnień *ad hoc* przed każdym walnym zgromadzeniem⁵³.

Zarówno doktryna, jak i judykatura, biorąc pod uwagę zakres oraz skomplikowany charakter przedsięwzięć inwestycyjnych, dostrzegają celowość zawierania mniej lub bardziej sformalizowanych porozumień, w tym przybierających formę porozumień w postaci doraźnych umów, zawieranych dla osiągnięcia krótkofalowego i jednorazowego celu⁵⁴.

Warto zauważyć, że choć ustawa o ofercie publicznej definiuje pojęcie porozumienia w art. 87 ust. 1 pkt 5, to jednak w tym przypadku regulacja ta nie znajdzie zastosowania⁵⁵. Wskazany przepis reguluje pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania przez podmioty, które łączy porozumienie, akcji spółki publicznej lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu takiej spółki, lub prowadzenia trwałej polityki wobec spółki, chociażby tylko jeden z podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków⁵⁶. Doktryna prawa rynku kapitałowego przyjmuje, że wykładnia pojęcia porozumienia użytego w ustawie o ofercie publicznej jest zbieżna z tą, która funkcjonuje w interpretacji porozumienia, o jakim mowa w ustawie Kodeks spółek handlowych.

53 Por. W. Popiołek, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 126; A. Szumański, w: *Kodeks spółek handlowych*, t. 1..., s. 79 i n.

54 Zob. Wyrok Sądu Najwyższego — Izba Cywilna z dnia 16 września 2016 r., sygn. akt: IV CSK 748/15, Legalis nr 1544287; K. Oleszczuk, A. Zeuschner, *Umowy inwestycyjne w świetle porozumień dotyczących nabywania akcji*, [dodatek do] „Monitor Prawniczy” 2017, nr 19, s. 40—42.

55 Wprowadzenie regulacji działania w porozumieniu (*acting in concert*) ma na celu zapobieżenie obchodzeniu obowiązków przewidzianych w ustawie o ofercie publicznej w wyniku sztucznego dzielenia pakietu akcji spółki publicznej pomiędzy kilka podmiotów, z których każdy indywidualnie posiada akcje w liczbie niższej od progów aktualizujących obowiązki notyfikacyjne czy wezwaniowe. Tak zob. P. Kuźnicki, P. Hajduk, *Zgodność regulacji prawnej działania w porozumieniu (acting in concert) z przepisami prawa Unii Europejskiej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 3, s. 54.

56 Zob. szerzej: M. Michalski, *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 6, s. 5; A. Chłopecki, *Jeszcze o porozumieniach w spółkach publicznych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 12, s. 4; M. Wierzbowski, *Zależności oraz porozumienia akcjonariuszy w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 5, s. 4—5; K. Oplustil, M. Sas, *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 5, s. 14—24; A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 305—311; P. Błaszczyk, *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 8, s. 21—30.

Moim zdaniem bezwzględne założenie konieczności stałego charakteru tego rodzaju porozumienia należy ocenić negatywnie. O ile bowiem samą regulację instytucji porozumienia na gruncie ustawy o ofercie publicznej w zakresie działania akcjonariuszy zgodnie z prawem należy ocenić pozytywnie w przypadku, gdy akcjonariusze celowo dążą wspólnie do zwiększania swojego wpływu na spółkę publiczną bez jednoczesnej zmiany liczby posiadanych akcji, a zatem również bez dodatkowego zaangażowania kapitału, o tyle sytuacji, w których akcjonariusze jedynie w sposób nieformalny dokonują faktycznych ustaleń co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu, ale swoich planów i uzgodnień nie ujawniają, należy ocenić wysoce negatywnie. Dochodzi bowiem w tym przypadku do zawarcia faktycznych porozumień co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu, jednak kierując się interpretacją proponowaną przez przedstawicieli doktryny czy judykatury, tego rodzaju uzgodnienia nie są kwalifikowane jako porozumienia w sensie normatywnym — zgodnie z dyspozycją art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p.⁵⁷

Pojęcie porozumienia zdefiniowane w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. jest zakresowo szersze od tego, o którym mowa w definicji podmiotu dominującego zawartej w art. 4 pkt 14 u.o.p. W przypadku gdy ustawodawca, odwołując się do kategorii pojęciowej porozumienia, daną regulacją ma zamiar objąć sytuacje wskazane w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., wprost określa, że dotyczy to porozumienia, o jakim mowa w tym przepisie⁵⁸.

Druga kategoria sytuacji, w których można mówić o posiadaniu statusu podmiotu dominującego, ma miejsce, gdy dany podmiot jest uprawniony do

57 W podobnym kierunku wypowiada się Sąd Najwyższy w Wyroku z dnia 16 września 2016 r., sygn. akt: IV CSK 748/15, Legalis nr 1544287, wskazując, że przepisy nie przewidują dodatkowych przesłanek ocennych, takich jak trwałość porozumienia, wpływ na funkcjonowanie spółki czy osiągnięcie skutku w postaci wpływu na funkcjonowanie spółki w sferze korporacyjnej lub działalności gospodarczej. Co oznacza, że w odniesieniu do porozumienia w celu nabywania akcji wystarczające jest obiektywne stwierdzenie faktu istnienia uzgodnień w tym przedmiocie.

58 Zob. np. art. 79 ust. 2 pkt 1 u.o.p., zgodnie z którym cena akcji proponowana w wezwaniach, o których mowa w art. 73 u.o.p. i art. 74 u.o.p., nie może być również niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące, lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania; czy też art. 82 ust. 1 u.o.p., zgodnie z którym akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (przymusowy wykup). Na temat ustalania ceny za akcję na potrzeby wezwania w kontekście pośredniego nabycia akcji zob. K. Osajda, *Pośrednie nabycie akcji a kwestia ceny minimalnej akcji w przypadku wezwań wynikającej z art. 79 ust. 2 pkt 1 u.o.p.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 1, s. 30.

powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu. Zakres tej normy (podobnie jak w ustawie Kodeks spółek handlowych) obejmuje sytuacje, w których jednemu podmiotowi przysługuje kompetencja do powoływania lub odwoływania członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu — i to nie tylko na podstawie posiadania większości głosów w organie uprawnionym do powoływania lub odwoływania członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu, lecz także z uwagi na przysługujące mu szczególne uprawnienia osobiste wynikające ze statutu⁵⁹.

Do trzeciej kategorii sytuacji, w których możliwe jest uzyskanie statusu podmiotu dominującego, zaliczyć należy pewien rodzaj unii personalnej, w której więcej niż połowa członków zarządu jednego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze innego podmiotu bądź podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności. W tym przypadku ustawodawca zakłada, że jeżeli osoby pełniące funkcje kierownicze w jednym podmiocie mają prawo wyboru większości członków zarządu drugiego podmiotu, to istnieje możliwość wywierania istotnego wpływu na działania tego podmiotu i z tego względu można go uznać za dominujący⁶⁰.

Definicję legalną podmiotu zależnego ustawodawca konstruuje w oparciu o definicję podmiotu dominującego. Z tego względu podmiotem zależnym jest podmiot, w stosunku do którego inny podmiot jest podmiotem dominującym, przy czym relacja zależności pomiędzy tymi podmiotami może być zarówno bezpośrednia, jak i pośrednia — poprzez inne podmioty zależne, a wszystkie podmioty zależne od podmiotu zależnego wyższego szczebla uważa się również za podmioty zależne od podmiotu dominującego⁶¹.

1.4.2. Istota (interpretacja) regulacji

Definicja legalna pośredniego nabycia akcji zawarta została w art. 4 pkt 27 u.o.p., zgodnie z którym przez pośrednie nabycie akcji rozumie się uzyskanie statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej bądź innej osobie prawnej posiadającej akcje spółki publicznej lub w innej spółce kapitałowej bądź osobie prawnej będącej wobec niej podmiotem dominującym oraz nabycie lub objęcie akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny.

59 Zob. M. Baszczyk, *Regulacja uprawnień osobistych akcjonariuszy na gruncie Kodeksu spółek handlowych*, „Monitor Prawniczy” 2017, nr 24, s. 1307—1311.

60 Tak T. Sójka, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 113—114.

61 Ibidem, s. 114.

Doktryna prawa nie jest zgodna w zakresie interpretacji tej regulacji. Można wyróżnić dwa wiodące nurty. Zgodnie z pierwszym z definicji pośredniego nabycia akcji obowiązującej w ustawie o ofercie publicznej dają się wyprowadzić trzy stany faktyczne, w których można mówić o pośrednim nabyciu.

Pierwszy z możliwych stanów faktycznych to sytuacja, w której z pośrednim nabyciem mamy do czynienia w przypadku uzyskania statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej posiadającej akcje spółki publicznej. Przy czym ta spółka lub osoba prawna, wobec której dany podmiot uzyskał status podmiotu dominującego, nie musi być podmiotem dominującym w stosunku do spółki publicznej.

Drugi potencjalny stan faktyczny dotyczy sytuacji, w której dany podmiot staje się podmiotem dominującym wobec spółki kapitałowej lub osoby prawnej, która jest podmiotem dominującym w stosunku do spółki kapitałowej lub osoby prawnej posiadającej akcje spółki publicznej. W tym przypadku pomiędzy podmiotem pośrednio nabywającym akcje a podmiotem będącym bezpośrednim akcjonariuszem spółki publicznej występują dodatkowe (inne) podmioty w ramach danej struktury grupy kapitałowej. Jest to przypadek uzyskania pośredniej dominacji wobec akcjonariusza spółki publicznej; przy czym z uwagi na szeroki zakres definicji legalnej podmiotu dominującego obejmuje on także przypadki dominacji wielostopniowej (pośredniej), w konsekwencji pośrednie nabycie nie ogranicza się tylko do drugiego poziomu⁶².

Trzecia kategoria stanów faktycznych sprowadza się do sytuacji nabycia lub objęcia akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny od innego podmiotu. Nie ma jednak w tym przypadku konieczności powstania stosunku dominacji wobec podmiotu dokonującego bezpośredniego nabycia akcji, gdyż taki stosunek już istnieje. Podmiot, który w sposób pośredni nabywa akcje, pozostaje bierny, a transakcji nabycia dokonuje podmiot od niego zależny. W tej sytuacji nie jest również istotne, ile poziomów powiązań w ramach grupy kapitałowej występuje pomiędzy podmiotem pośrednio nabywającym akcje (podmiotem dominującym) a podmiotem zależnym, który staje się bezpośrednim akcjonariuszem spółki publicznej⁶³. Zatem w ujęciu jurydycznym

62 Por. K. Oplustil, *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 945—946.

63 A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016; M. Wierzbowski, P. Wajda, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 26; T. Sójka, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 119—120; T. Sójka, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 149; M. Mataczyński, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 355; D. Gago-Rudnicka, S. Jakszuk, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 23. W doktrynie wskazuje się także

pośrednie nabycie akcji to albo stanie się podmiotem dominującym wobec dotychczasowego akcjonariusza danej spółki publicznej, albo nabycie akcji tej spółki przez podmiot, wobec którego jest się już podmiotem dominującym⁶⁴.

Wprowadzając definicję legalną pośredniego nabycia akcji, prawodawca próbuje unormować sytuację, w której faktyczna kontrola nad spółką publiczną przesuwana jest na wyższy poziom. Z tego względu jeśli w stosunku do podmiotu dominującego nad spółką publiczną (podmiot A) inny podmiot staje się dominujący (podmiot B), wówczas podmiot B staje się podmiotem dominującym wobec spółki publicznej również w sytuacji, gdy sama transakcja w ogóle nie dotyczy akcji tej spółki publicznej⁶⁵.

Zgodnie z drugim — odosobnionym jednak — poglądem w doktrynie prawa zdarzenia wskazane w definicji legalnej pośredniego nabycia akcji nie stanowią dwóch odrębnych zdarzeń (odrębnie stanu uzyskania statusu podmiotu dominującego w dwóch wymienionych formach i sytuacji nabycia akcji przez podmiot zależny), lecz dwie przesłanki, które powinny zaistnieć łącznie, aby można było uznać je za pośrednie nabycie akcji. Podejście to charakteryzuje pośrednie nabycie akcji jako powstanie stanu dominacji oraz czynność nabycia bądź objęcia akcji przez podmiot zależny⁶⁶. Koncepcja ta oparta została na interpretacji użycia przez ustawodawcę spójnika „oraz”. Zgodnie z tym stanowiskiem w normie prawnej wprowadzającej definicję legalną pośredniego nabycia akcji nie ma sformułowań dowodzących potrójnej alternatywy. Prawodawca, posługując się spójnikiem „oraz”, wprowadza koniunkcję pomiędzy zdarzeniem nabycia lub objęcia akcji spółki publicznej przez podmiot zależny (bezpośrednio lub też pośrednio) a uzyskaniem statusu podmiotu dominującego. Pośrednie nabycie akcji w tym ujęciu oznacza takie sytuacje, w których podmiot zależny, względem którego powstał stosunek dominacji, równocześnie zwiększa swój stan posiadania akcji spółki publicznej przez nabywanie lub obejmowanie akcji. Zwolennicy tego poglądu idą o krok dalej i wskazują, że tego rodzaju „konstrukcja definicji

na dwa odrębne rodzaje zdarzeń objęte definicją pośredniego nabycia akcji, natomiast w ramach pierwszego rodzaju wyróżnia się dwa przypadki, tj. bezpośrednie i pośrednie uzyskanie dominacji nad akcjonariuszem spółki publicznej. Zob. K. Oplustil, *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo instrumentów finansowych...*, s. 945—946.

64 Na trzy osobne rodzaje zdarzeń objęte definicją pośredniego nabycia akcji wskazuje K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 144.

65 A. Chłopecki, w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 70.

66 Tak M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej...*, s. 234; M. Michalski, w: *Ustawa o ofercie publicznej*, red. M. Michalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 89—90.

legalnej pośredniego nabycia akcji, oparta na koniunkcji między statusem podmiotu dominującego a czynnością nabycia akcji, *ex definitione* wyłącza spod zakresu desygnatów tego pojęcia stany, w których zjawisko dominacji oparte jest na innym źródle niż uczestnictwo kapitałowe. Dodając, że takie podejście zdaje się też pozostawać w zgodzie z aspektem semantycznym, skoro w definicji akcentuje się wprost czynność nabycia akcji⁶⁷. Z tego rodzaju interpretacją — w moim przekonaniu — można jednak polemizować. Skoro bowiem sam ustawodawca definicji legalnej podmiotu dominującego nie ogranicza wyłącznie do dominacji kapitałowej, to zawężenie możliwości wystąpienia stosunku dominacji nie wydaje się uprawnione.

Odnosząc się natomiast do faktu użycia figury logicznej koniunkcji, należy wskazać, że warunkiem koniecznym i wystarczającym koniunkcji jest prawdziwość obu zdań składowych, natomiast fałszywość nawet jednego zdania składowego jest warunkiem wystarczającym dla fałszywości koniunkcji⁶⁸. Funktorowi koniunkcji odpowiadają w języku polskim takie słowa, jak „i” czy „oraz”, traktowane jako spójniki międzyzdaniowe. Przy czym „i” w języku polskim jest wieloznaczne i może być używane nie tylko jako spójnik międzyzdaniowy, czyli jako funktor zdaniotwórczy, lecz także jako funktor nazwotwórczy o argumentach nazwowych. Rozróżnia się trzy główne znaczenia tego spójnika. Pierwsze z nich to znaczenie koniunkcyjne, zgodnie z którym „A jest B i C”, tj. że A jest B i A jest C, co oznacza, że przedmiot A należy do klasy B oraz do klasy C, tworząc dla tych klas część wspólną (iloczyn tych klas). Drugie to znaczenie enumeracyjne, zgodnie z którym mówi się np. „A i B są C”, mając na myśli to, że A należy do klasy C oraz B należy do klasy C, a nie to, że do tej klasy należą przedmioty będące zarazem przedmiotem A i przedmiotem B. Wreszcie trzecie znaczenie spójnika „i” jest syntetyzujące: „A i B razem wzięte to C”, mówi się np.: „zdanie i jego negacja to para zdań względem siebie sprzecznych, choć żadne przecież z tych zdań brane z osobna nie jest zdaniem względem siebie sprzecznym”⁶⁹.

Użycie przez ustawodawcę w treści normy z art. 4 pkt 27 u.o.p. spójnika „oraz” budzi wątpliwości w doktrynie prawa rynku kapitałowego. Przy dokonywaniu analizy powstających wątpliwości celowe wydaje się odwołanie do zasad i reguł obowiązujących w logice, a ściślej w jej dziale zwanym semiotyką. Mianowicie konkretne przypadki posłużenia się określonymi wyrażeniami mogą spełniać

67 Tak M. Michalski, *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej...*, s. 234.

68 Zob. Z. Ziemiński, *Logika praktyczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 79.

69 *Ibidem*, s. 76, 85.

różnorodne role z punktu widzenia semiotyki, a dana wypowiedź może pełnić jednocześnie kilka ról semiotycznych⁷⁰. Logiczna teoria języka wskazuje na trzy rodzaje stosunków łączących wyrażenia: stosunki semantyczne (znaczenie wyrażenia), syntaktyczne (powiązania pomiędzy wyrażeniami, w tym reguły budowania wyrażenia złożonych) i pragmatyczne (funkcja wypowiedzi w procesie porozumiewania się)⁷¹.

Odwołując się do językowego rozumienia „oraz”, należy wskazać jego podstawowe znaczenia:

- 1) łączy zdania lub takie ich części, które wyrażają treści uzupełniające się wzajemnie, dopełniające się; stanowi odpowiednik logicznego spójnika koniunkcji⁷²;
- 2) spójnik łączący człony szeregu składniowego, zwykle współrzędne części zdania⁷³;
- 3) i⁷⁴, a także⁷⁵;
- 4) spójnik używany tylko w pozycji między łączonymi zdaniami i składnikami zdań⁷⁶;
- 5) łączy równorzędne części zdań, zapowiada dodawanie treści⁷⁷;
- 6) spójnik używany do łączenia zdań lub innych wyrażenia, które odnoszą się do tych samych przedmiotów, osób lub faktów⁷⁸;

70 Z. Ziemiński, *Logika praktyczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 22.

71 *Logika dla prawników*, red. A. Malinowski, LexisNexis, Warszawa 2014, s. 26.

72 Zob. H. Zgórkowa, *Praktyczny słownik współczesnej polszczyzny*, t. 26, Kurpisz, Poznań 2000, s. 396.

73 E. Sobol, *Nowy słownik języka polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 607; *Słownik języka polskiego PWN*, [t. 2] L—P, red. M. Szymczak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 515.

74 E. Sobol, *Nowy słownik języka polskiego PWN...*, s. 607; *Słownik języka polskiego PWN*, [t. 2] L—P, red. M. Szymczak..., s. 515; *Uniwersalny słownik języka polskiego PWN*, t. 2, red. S. Dubisz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 1290; *Uniwersalny słownik języka polskiego*, t. 3, red. S. Dubisz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 255; B. Dunaj, *Język polski. Popularny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Langenscheid, Warszawa 2007, s. 545; E. Dereń, E. Polański, *Wielki słownik języka polskiego...*, s. 574.

75 Zob. *Słownik języka polskiego PWN*, [t. 2] L—P, red. M. Szymczak..., s. 515; *Uniwersalny słownik języka polskiego PWN*, t. 2, red. S. Dubisz..., s. 1290; *Uniwersalny słownik języka polskiego*, t. 3, red. S. Dubisz..., s. 255; E. Dereń, E. Polański, *Wielki słownik języka polskiego...*, s. 574.

76 Zob. *Uniwersalny słownik języka polskiego PWN*, t. 2, red. S. Dubisz..., s. 1290; *Uniwersalny słownik języka polskiego*, t. 3, red. S. Dubisz..., s. 255.

77 B. Dunaj, *Język polski. Popularny słownik języka polskiego...*, s. 545.

78 Zob. L. Drabik, E. Sobol, *Słownik języka polskiego. A—poc*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 343; *Uniwersalny słownik języka polskiego PWN*, t. 2, red. S. Dubisz..., s. 1290; *Uniwersalny słownik języka polskiego*, t. 3, red. S. Dubisz..., s. 255; L. Drabik, A. Kubiak-Sokół, E. Sobol, L. Wiśniakowska, *Słownik języka polskiego PWN...*, s. 590.

7) łączy równorzędne części zdań lub innych wyrażań, które charakteryzują te same osoby, rzeczy lub fakty⁷⁹.

Podstawowe znaczenie dla prowadzonego wywodu ma rozróżnienie, kiedy mamy do czynienia ze znaczeniem koniunkcyjnym, a kiedy z enumeracyjnym spójnika „oraz”. Jak wskazuje Zygmunt Ziemiński, zwrotu „oraz” można użyć z jednej strony, gdy mówimy, że „A i B zarazem”, z drugiej strony — gdy „A oraz B”. Inaczej w przypadku znaczenia koniunkcyjnego, gdzie jeśli używamy słowa „i” jako funktora nazwotwórczego do utworzenia nazwy złożonej, np. „A i B zarazem”, to klasę, która stanowi zakres tej nazwy, tworzą te i tylko te przedmioty, które są zarazem desygnatami obu nazw składowych — są zarazem A i jednocześnie są B⁸⁰.

Na znaczenie enumeracyjne słowa „oraz” wskazuje zarówno doktryna prawa, jak i judykatura. W doktrynie zauważa się, że w tekstach prawnych spójniki koniunkcyjne „i” czy „oraz” występują nie tylko w znaczeniu koniunkcyjnym, lecz także enumeracyjnym⁸¹. W judykaturze wskazuje się ponadto, że o tym, w jakim znaczeniu dany spójnik został użyty, wnioskować należy na podstawie całej wypowiedzi. Ustawodawca może bowiem stosować w przepisach prawa spójnik „oraz” w znaczeniu enumeracyjnym do wymienienia dwóch odrębnych kategorii⁸². Naczelny Sąd Administracyjny wskazuje, że za koniunkcyjnym charakterem użycia spójnika „oraz” przemawia dyrektywa interpretacyjna, zgodnie z którą w wykładni tekstu prawnego stosuje się w pierwszej kolejności reguły znaczeniowe języka potocznego, natomiast enumeracyjny charakter spójnika „oraz” nie jest zasadą znaczeniową języka potocznego. Enumeracja jako wyliczenie sprowadza się do kolejnego wymieniania i ewentualnego opisywania wszystkich składników wskazanego w wypowiedzi zespołu i — jak dalej wskazuje Naczelny Sąd Administracyjny — „może być traktowana jako zapowiedź kolejnych punktów, które ustawodawca przedstawia, czy też jako przedstawienie pełnej całości tematycznej za pomocą rozczłonowania jej na odrębne i indywidualnie nacechowane elementy”⁸³.

Mając na względzie poczynione ustalenia, wydaje się, że spójnik „oraz” w definicji legalnej pośredniego nabycia akcji zawartej w art. 4 pkt 27 u.o.p. nie został

79 E. Dereń, E. Polański, *Wielki słownik języka polskiego...*, s. 574; *Słownik języka polskiego*, t. 3, red. M. Bańko, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 379.

80 Zob. Z. Ziemiński, *Logika praktyczna* (2012)..., s. 79.

81 Por. S. Wronkowska, M. Zieliński, *Problemy i zasady redagowania tekstów...*, s. 148—151.

82 Zob. Uchwała Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 25 lutego 2002 r., sygn. akt: FPS 13/01, Legalis nr 52773.

83 Zob. Uchwała Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 25 lutego 2002 r., sygn. akt: FPS 13/01, Legalis nr 52773. Por. S. Wronkowska, M. Zieliński, *Problemy i zasady redagowania tekstów...*, s. 148—151.

użyty w znaczeniu koniunkcyjnym, lecz enumeracyjnym. Z tego względu za uzasadnione wydaje się przyjęcie, że pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej obejmuje swym zakresem trzy, niezależne od siebie, możliwe do wystąpienia stany faktyczne.

Na podstawie przeprowadzonej analizy zawartą w ustawie o ofercie publicznej definicję legalną pośredniego nabycia akcji należy — w moim przekonaniu — ocenić krytycznie. Użycie przez prawodawcę spójnika „oraz” może prowadzić do niejednoznacznych wniosków interpretacyjnych, a tym samym definicja nie realizuje zasady pewności i jasności prawa. Ponadto wątpliwości może również budzić zasadność ograniczenia przez ustawodawcę katalogu podmiotów, wobec których inny podmiot może uzyskać status podmiotu dominującego, wyłącznie do spółek kapitałowych oraz innych osób prawnych z jednoczesnym pominięciem np. spółek osobowych, w których w ramach kilkustopniowych struktur właścicielskich może pojawić się podmiot w formie prawnej spółki osobowej⁸⁴.

Podsumowując analizę definicji legalnej pośredniego nabycia akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej, należy stwierdzić, że — podobnie jak w ustawie Kodeks spółek handlowych — zakres tego pojęcia obejmuje wyłącznie sytuacje, w których pośrednie nabycie akcji związane jest ze stosunkiem dominacji (jego powstaniem lub istnieniem w przypadku nabycia akcji przez podmiot zależny). Indyferentny dla normatywnego znaczenia pośredniego nabycia akcji pozostaje zatem przypadek, gdy dany podmiot A nabywa (np. 40% ogólnej liczby głosów) akcje lub udziały spółki kapitałowej B, która jest akcjonariuszem spółki publicznej C i posiada znaczny pakiet akcji tej spółki (np. 30% ogólnej liczby głosów). Wówczas, pomimo że nie dochodzi do bezpośredniego nabycia akcji spółki publicznej B, a także wobec faktu, że nie dochodzi do nabycia pakietu akcji spółki kapitałowej B, będącej akcjonariuszem spółki publicznej C, powodującego powstanie stosunku dominacji, udaremniona zostaje możliwość normatywnego uznania, że podmiot A pośrednio nabył akcje spółki publicznej C.

84 Tak też K. Oplustil, *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo instrumentów finansowych...*, s. 945—946.

1.5. Pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych

1.5.1. Stosunek dominacji i zależności na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych

Definicję legalną podmiotu dominującego w ustawie o funduszach inwestycyjnych przewiduje art. 2 pkt 25 u.f.i., zgodnie z którym przez podmiot dominujący rozumie się:

- a) podmiot dominujący w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej;
- b) podmiot, który został uznany za podmiot dominujący na podstawie art. 2a u.f.i.

Z zakresu tej regulacji wynika, że ustawodawca w ustawie o funduszach inwestycyjnych definiuje podmiot dominujący, wyznaczając dwa odrębne zakresy podmiotowe. Pierwszy z nich to podmiot dominujący w znaczeniu, jakie wprowadza ustawa o ofercie publicznej, w której zgodnie z jej art. 4 pkt 14 przez podmiot dominujący rozumie się podmiot w sytuacji, gdy:

- a) posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami; lub
- b) jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu; lub
- c) więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności.

Definicja legalna podmiotu dominującego na gruncie ustawy o ofercie publicznej szczegółowo została omówiona w rozdziale 1.4.1, poczynione w nim uwagi pozostają w pełni aktualne.

Do drugiego zakresu podmiotowego definicji legalnej podmiotu dominującego zalicza się podmiot, który został uznany za podmiot dominujący na podstawie art. 2a u.f.i. Zgodnie z treścią normy prawnej zawartej w tym przepisie Komisja Nadzoru Finansowego może uznać dany podmiot za podmiot dominujący w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli podmiot ten wywiera znaczący wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych przez:

- 1) udział w podejmowaniu decyzji w zakresie wyznaczania kierunków polityki finansowej i operacyjnej towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w tym również dotyczącej podziału zysku lub pokrycia straty bilansowej; lub

- 2) bezpośredni albo pośredni wpływ na organy zarządzające lub nadzorujące towarzystwa funduszy inwestycyjnych; lub
- 3) przeprowadzanie istotnych transakcji z towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Przepis art. 2a u.f.i. w ust. 2 stanowi, że znaczący wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być realizowany przez:

- 1) istniejące powiązania kapitałowe, finansowe lub osobowe o charakterze prawnym lub faktycznym; lub
- 2) osobę trzecią działającą w imieniu własnym, lecz na zlecenie lub na rzecz określonego podmiotu; lub
- 3) osobę trzecią, z którą określony podmiot zawarł umowę, której przedmiotem jest przekazanie określonego uprawnienia.

Uznanie podmiotu za podmiot dominujący następuje w drodze decyzji Komisji Nadzoru Finansowego, która jest natychmiast wykonalna. Przy czym na wniosek podmiotu uznanego za podmiot dominujący Komisja Nadzoru Finansowego obowiązana jest uchylić taką decyzję, jeżeli ustali, że ustały okoliczności uzasadniające jej wydanie. W myśl art. 2b ust. 1 u.f.i. jeżeli jest to uzasadnione potrzebą ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, z uwagi na możliwy negatywny wpływ podmiotu uznanego na podstawie art. 2a u.f.i. za podmiot dominujący na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, Komisja Nadzoru Finansowego może, w drodze decyzji, nakazać zaprzestanie wywierania takiego wpływu, wskazując termin oraz warunki i zakres podjęcia stosownych czynności. Jeżeli decyzja taka nie zostanie wykonana w terminie, Komisja Nadzoru Finansowego może, w drodze decyzji, nałożyć na podmiot uznany za podmiot dominujący karę pieniężną do wysokości 20 000 000 zł⁸⁵.

Regulacja prawna pozwalająca na uznanie za podmiot dominujący podmiotu innego niż wyłącznie ten, który jest podmiotem dominującym w rozumieniu definicji legalnej podmiotu dominującego obowiązującej na gruncie ustawy o ofercie publicznej, została wprowadzona na mocy art. 11 pkt 2 ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw⁸⁶, która weszła w życie 30 listopada 2019 r.

Poszukując intencji ustawodawcy we wprowadzeniu tego rodzaju instytucji prawnej, warto sięgnąć do uzasadnienia projektu wzmiankowanej ustawy.

85 Zob. D. Gałus, *Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego w przedmiocie nakazu zaprzestania wywierania negatywnego wpływu na TFI*, „Monitor Prawa Bankowego” 2020, nr 12, s. 50—64.

86 Dz.U. z 2019 r. poz. 2217.

Projektodawca wskazywał w nim, że przepis ten „umożliwi wzmocnienie kontroli kapitałowej nad towarzystwami funduszy inwestycyjnych” poprzez przyznanie Komisji Nadzoru Finansowego uprawnienia do uznania danego podmiotu za podmiot dominujący wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W ocenie projektodawcy przesłanki wydania takiej decyzji będą obejmowały m.in. przypadki, w których wpływ na działalność towarzystw funduszy inwestycyjnych może być realizowany poprzez tzw. parkowanie akcji lub wynikać z powiązań kapitałowych, finansowych lub osobowych o charakterze prawnym bądź faktycznym⁸⁷.

W dalszej części uzasadnienia czytamy, że zmiana regulacji prawnej w tym zakresie wynika z faktu, że „system nadzoru nad funduszami inwestycyjnymi musi być stale wzmacniany, a wszelkie obserwowane niedoskonałości czy też dostrzegane w praktyce luki prawne muszą być eliminowane”. Istotność takiego rozwiązania projektodawca argumentuje faktem zwiększenia oferty produkcyjnej towarzystw funduszy inwestycyjnych, które również będą instytucjami finansowymi prowadzącymi pracownicze plany kapitałowe⁸⁸. W założeniach projektodawcy otwarcie nowej formy gromadzenia środków na cele emerytalne powinno spowodować wzrost aktywów pod zarządzaniem towarzystw funduszy inwestycyjnych, a jednocześnie ich funkcjonowanie będzie miało istotny wpływ na rynek kapitałowy. Z tego względu zaproponowano wyposażenie Komisji Nadzoru Finansowego w środek nadzoru w postaci nakazu zaprzestania przez podmiot uznany za dominujący wywierania niekorzystnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych⁸⁹.

Wprowadzenie instytucji prawnej polegającej na przyznaniu Komisji Nadzoru Finansowego prawa do uznania danego podmiotu za podmiot dominujący towarzystwa funduszy inwestycyjnych należy ocenić pozytywnie. Komisja Nadzoru Finansowego została wyposażona w środki nadzoru pozwalające na uchwycenie stanów faktycznych lub prawnych, które nie wypełniają normatywnego zakresu dotychczas obowiązującej na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych defi-

87 Zob. Uzasadnienie projektu ustawy — o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Druk nr 3755 z dnia 6 sierpnia 2019 r., s. 45—46, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/3C95C7B5011A9AB4C1258451004A3BC2/%24File/3755.pdf> (dostęp: 3.04.2021).

88 Tworzonymi na podstawie ustawy z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz.U. z 2018 r. poz. 2215 z późn. zm.).

89 Zob. Uzasadnienie projektu ustawy — o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Druk nr 3755 z dnia 6 sierpnia 2019 r., s. 45—46, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/3C95C7B5011A9AB4C1258451004A3BC2/%24File/3755.pdf> (dostęp: 3.04.2021).

nicji legalnej podmiotu dominującego. W kontekście przedmiotu działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych jako przedsiębiorcy (instytucji finansowej) o szczególnym charakterze, którego zasady funkcjonowania zostały poddane ścisłej reglamentacji prawnej, możliwość zidentyfikowania realnych form wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych należy uznać za jak najbardziej celową i uzasadnioną⁹⁰.

W kontekście zasadniczych rozważań będących przedmiotem niniejszego opracowania, tj. omówienia instrumentów prawnych nadzoru administracyjno-prawnego wobec podmiotu zgłaszającego zamiar pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, należy wskazać, że instytucja prawna określona w art. 2a u.f.i. stanowi rozwiązanie legislacyjne potencjalnie uzdrawiająca sytuację wywierania negatywnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych przez podmiot, który mógł niejako wymknąć się z normatywnej regulacji pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Z uwagi na moment działania organu nadzoru (*ex post*)⁹¹ instytucja prawna przewidziana w tym przepisie może pełnić funkcję „domykającą” zakres nieuchwycony przez przepisy art. 54 i n. u.f.i. regulujące zgłoszenie zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, na podstawie których organ nadzoru działa *ex ante*.

1.5.2. Istota (interpretacja) regulacji

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi nie wprowadza ogólnego pojęcia pośredniego nabycia akcji w normie prawnej zawierającej objaśnienia ustawowe wymienione w art. 2 u.f.i. Definicja legalna pośredniego nabycia akcji znajduje się w art. 54 ust. 2 u.f.i. i dotyczy wyłącznie nabycia akcji spółki — przedsiębiorcy, który prowadzi działalność gospodarczą jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

90 Na temat reglamentacji działalności gospodarczej jako jednej z funkcji państwa realizowanej na podstawie przepisów prawa administracyjnego zob. szerzej: D. Chaba, *Reglamentacja jako funkcja państwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2018, s. 50—64.

91 Użyte w tym miejscu określenie momentu działania Komisji Nadzoru Finansowego jako *ex post* podyktowane zostało wykorzystaniem instytucji prawnej, którą przewiduje art. 2a u.f.i. dla potrzeb scharakteryzowania możliwości wykorzystania tego przepisu w przypadku, gdy nastąpiło pośrednie nabycie znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jednak nie w jego jurydycznym ujęciu. Ujęcie tego rodzaju nie wyklucza działania organu nadzoru w sytuacjach niezależnych od dokonywania transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, np. w ramach bieżącego nadzoru i obserwacji działań podmiotów wywierających wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Powyższe potwierdza również decyzję prawodawcy co do wprowadzenia przepisów *lex specialis* w tym zakresie, właśnie w przepisie ustawy o funduszach inwestycyjnych, co wskazuje, że instytucji tej przyznany został szczególny charakter.

Wyjątkowość (niestandardowy charakter) tego rodzaju transakcji sprowadza się do wprowadzenia przez ustawodawcę nadzorczego środka reglamentacyjnego, do którego zastosowania uprawniona została Komisja Nadzoru Finansowego. W myśl treści normy z art. 54 ust. 1 u.f.i. podmiot, który zamierza (bezpośrednio lub pośrednio) nabyć albo objąć akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym, jest obowiązany każdorazowo zawiadomić Komisję Nadzoru Finansowego o tym zamiarze. Podmiot, który zamierza (bezpośrednio lub pośrednio) stać się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób inny niż przez nabycie albo objęcie akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej większość ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, obowiązany jest każdorazowo zawiadomić o tym zamiarze Komisję Nadzoru Finansowego. Natomiast w myśl art. 54 ust. 2 u.f.i. za pośrednio stającego się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo pośrednio nabywającego lub obejmującego akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych uważa się podmiot dominujący w stosunku do podmiotu, który nabywa albo obejmuje akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych bezpośrednio, jak również podmiot podejmujący działania powodujące, że stanie się on podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo posiada akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁹².

Organ nadzoru zgodnie z treścią normy z art. 54h ust. 4 u.f.i. może zgłosić w drodze decyzji administracyjnej sprzeciw co do planowanego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W konsekwencji podmiot zgłaszający zamiar nabycia akcji, działając zgodnie z prawem, nie może swojego zamiaru zrealizować do momentu uzyskania odpowiedzi Komisji Nadzoru Finansowego⁹³.

92 Ze względu na wyznaczony zakres przedmiotowy niniejszego opracowania naukowego zarówno zamiar bezpośredniego nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, objęcie akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak i sytuacja, w której podmiot zamierza stać się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób inny niż przez nabycie albo objęcie akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, nie będą dalej omawiane.

93 P. Wajda, *Nadzór wstępny nad inwestorami instytucjonalnymi w obrębie polskiego rynku giełdowego (część II)*, „Przeгляд Prawa Publicznego” 2011, nr 10, s. 22—23.

Nie każde normatywne pośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych będzie powodowało konieczność zgłoszenia Komisji Nadzoru Finansowego zamiaru dokonania takiej transakcji. Odróżnić bowiem należy pośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych od pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Pomimo zatem normatywnego zakwalifikowania danego stanu faktycznego i prawnego do kategorii pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o jakim mowa w art. 54 ust. 2 u.f.i., zamiar dokonania takiej transakcji nie będzie podlegał obowiązkowi zgłoszenia do Komisji Nadzoru Finansowego, jeżeli wielkość pakietu akcji będącego jej przedmiotem nie będzie znacząca, tj. taka, której nabycie doprowadzi do osiągnięcia lub przekroczenia progów: 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Definicja legalna pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych została zawarta w art. 54 ust. 2 u.f.i., zgodnie z którym za pośrednio stającego się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo pośrednio nabywającego lub obejmującego akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych uważa się podmiot dominujący w stosunku do podmiotu, który nabywa albo obejmuje akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych bezpośrednio, jak również podmiot, który podejmuje działania powodujące, że stanie się on podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa albo posiada akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Wykładnia językowa tej regulacji nie prowadzi do jednoznacznych wniosków. Mianowicie wątpliwości może budzić fakt, czy z pośrednim nabyciem akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych mamy do czynienia wyłącznie w sytuacji, gdy podmiot bezpośrednio nabywający (podmiot zależny od podmiotu dominującego pośrednio nabywającego) nabywa albo obejmuje akcje towarzystwa bezpośrednio, czy również w przypadku podmiotu, który podejmuje działania powodujące, że stanie się on podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo posiada akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W tym drugim przypadku nie występuje bowiem bezpośrednie nabycie akcji, a zatem może pojawić się wątpliwość, czy wyłącznie wobec faktu „stania się podmiotem dominującym”, np. w stosunku do podmiotu, który posiada już akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych (a sama czynność prawna w postaci nabycia akcji nie następuje), możemy mówić o pośrednim nabyciu akcji.

Co prawda, w pierwszej części tego przepisu prawodawca wyraźnie odgranicza sytuacje: stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy

inwestycyjnych i bycia podmiotem pośrednio nabywającym akcje, posługując się spójnikiem „albo”, który wskazuje na celowe użycie alternatywy rozłącznej. Jednak już w drugiej części przepisu posłużenie się określeniem „jak również” dla wskazania podmiotu dominującego w stosunku do tego, który nabywa akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych bezpośrednio, jak też podmiotu, który może stać się podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo posiada takie akcje, nie ułatwia podjęcia właściwej decyzji interpretacyjnej.

Przychylić się należy do interpretacji prezentowanej w doktrynie prawa rynku kapitałowego, że przepis art. 54 ust. 2 u.f.i. wprowadza definicję legalną dwóch pojęć, tj. podmiotu pośrednio stojącego się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz podmiotu pośrednio nabywającego lub obejmującego akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Do zbioru desygnatów obu tych pojęć należy każdy podmiot dominujący w stosunku do podmiotu, który nabywa albo obejmuje akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych bezpośrednio, jak również podmiot, który podejmuje działania powodujące, że stanie się on podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo posiada akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁹⁴.

Zgodnie z powyższym za pośrednio stojącego się podmiotem dominującym towarzystwa albo pośrednio nabywającego lub obejmującego⁹⁵ akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych uważa się:

- 1) podmiot dominujący w stosunku do podmiotu, który nabywa albo obejmuje akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych bezpośrednio; jak również
- 2) podmiot, który podejmuje działania powodujące, że stanie się on podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo posiada akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁹⁶.

94 Tak B. Kozłowska-Chyła, P. Wajda, *Nabycie znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — analiza prawna ze szczególnym uwzględnieniem instytucji sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego* (cz. 1), „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2020, nr 4, s. 5; M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 634.

95 Sytuacje dotyczące objęcia akcji lub nabycia praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zostają tu celowo pominięte — zgodnie z wcześniejszym uzasadnieniem wyznaczonego tematu niniejszego opracowania naukowego.

96 Zob. *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, red. R. Mroczkowski, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 275; J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, komentarz elektr., LexisNexis 2013, kom. do art. 54 pkt 2.

Tak wyznaczona przez prawodawcę treść definicji legalnej pośredniego nabycia akcji pozwala wyróżnić kilka potencjalnych scenariuszy, w przypadku których można mówić o pośrednim nabyciu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Podmiotem pośrednio nabywającym akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych będzie zatem zarówno podmiot, który jest podmiotem dominującym wobec podmiotu, który faktycznie (bezpośrednio) dokonuje nabycia akcji, jak i podmioty dominujące wobec podmiotu, który faktycznie (pośrednio) nabywa akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ale znajduje się na niższym poziomie w hierarchii zależności. Mianowicie w przypadku, gdy podmiot A jest podmiotem dominującym wobec podmiotu B i podmiot B dokonuje transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych C, to podmiot A będzie podmiotem pośrednio nabywającym akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych C.

Wynika z tego, że nie wystąpi jurydycznie uregulowane pośrednie nabycie akcji w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych w przypadku nabycia akcji podmiotu dominującego wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli w wyniku tego nabycia podmiot nabywający akcje akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie stanie się, wobec tego podmiotu, podmiotem dominującym. Nabycie pakietu akcji (niepowodującego powstania stosunku dominacji) podmiotu A dominującego wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych B przez inny podmiot C, który nie ma względem siebie podmiotu dominującego, mimo że w ujęciu języka powszechnego wydaje się stanowić pośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, to jednak nie wypełnia desygnatów treści normy zawartej w art. 54 ust. 2 u.f.i. określającej definicję legalną pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W konsekwencji nie będzie ono powodowało obowiązku zgłoszenia zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych organowi nadzoru i jego realizacja nie będzie uzależniona od decyzji (zgody) tego organu. Taki stan rzeczy może w praktyce prowadzić do nadużyć. W zgodzie bowiem z literą prawa można sobie wyobrazić scenariusz nabycia znacznego pakietu akcji jedynego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych — gdzie wobec faktu, że nabycie tego pakietu nie spowoduje zaistnienia stosunku dominacji, zamiar dokonania takiej transakcji nie będzie podlegał zgłoszeniu Komisji Nadzoru Finansowego — w wyniku którego podmiot nabywający może uzyskać realny wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Realizacja takiego scenariusza stoi w sprzeczności z *ratio legis* instytucji prawa mającej na celu zgłaszanie zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, tj. uzależnienie możliwości zrealizowania takiego zamiaru od zgody (braku sprzeciwu) Komisji Nadzoru Finansowego, by

zapewnić stabilne i ostrożne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Potencjalny przyszły akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych (podmiot składający zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji) przed nabyciem akcji zostaje bowiem poddany szczegółowej ocenie przez organ nadzoru. Komisja Nadzoru Finansowego w oparciu o szereg informacji dostarczanych przez potencjalnego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych dokonuje oceny jego wiarygodności, rękojmi, sytuacji finansowej w zakresie potencjalnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, co ma zagwarantować prawidłowe, stabilne, bezpieczne i przejrzyste funkcjonowanie tego towarzystwa. W konsekwencji działanie to ma chronić interesy uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz zapewniać zgodność funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych z przepisami prawa.

1.6. Uwagi końcowe

W rozdziale podjęto próbę wykazania, jak dalece istotne jest dookreślenie zakresu normatywnego regulacji prawnej, w tym odmienności w realiach jurydycznych w rozumieniu poszczególnych terminów i pojęć w porównaniu z ich znaczeniem słownikowym (powszechnym). W zakresie oceny charakteru wprowadzonych przez prawodawcę definicji legalnych pośredniego nabycia akcji na gruncie ustawy Kodeks spółek handlowych, ustawy o ofercie publicznej czy ustawy o funduszach inwestycyjnych należy stwierdzić, że zważywszy na odmienne cele wymienionych regulacji, ustawodawca zdecydował się także na niejednakowe normatywne uchwycenie określonych sytuacji kwalifikowanych jako pośrednie nabycie akcji. Z dokonanej analizy można wnioskować, że intencją prawodawcy w tym przypadku było uregulowanie znaczenia pośredniego nabycia akcji w sposób bardziej wybiórczy niż rozumienie tego pojęcia w języku powszechnym.

W każdym z wymienionych aktów prawnych ustawodawca w różny sposób normuje instytucję pośredniego nabycia akcji. W ustawie Kodeks spółek handlowych pośrednie nabycie akcji nie zostało uregulowane wprowadzeniem definicji legalnej, lecz przez opis zdarzenia, w wyniku którego nabycie akcji przez spółkę zależną uważa się za nabycie ich przez spółkę dominującą. Przyjęta w Kodeksie spółek handlowych konstrukcja pośredniego nabycia akcji została stworzona, by ułatwić realizację obowiązku notyfikacji faktu uzyskania dominacji nad spółką zależną. Obowiązek ten powstaje w następstwie czynności nabycia akcji dokonanej przez spółkę zależną.

Definicja legalna pośredniego nabycia akcji wprowadzona do ustawy o ofercie publicznej ma na celu uchwycenie sytuacji, w których dojdzie do pośredniego nabycia akcji spółki publicznej. W myśl tej regulacji jako pośrednie nabycie akcji można zidentyfikować trzy niezależne, możliwe do wystąpienia scenariusze: uzyskanie statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej, która posiada akcje spółki publicznej; uzyskanie statusu podmiotu dominującego w innej spółce kapitałowej lub osobie prawnej będącej wobec niej podmiotem dominującym; nabycie lub objęcie akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny. Chociaż w praktyce obrotu można spotkać również odmienną interpretację tej regulacji, to w moim przekonaniu wskazana powyżej stanowi najwłaściwsze ujęcie znaczenia tej normy prawnej, co starano się wykazać w rozdziale.

Dla zasadniczej tezy niniejszej pracy podstawowe znaczenie ma jednak definicja legalna pośredniego nabycia akcji zawarta w ustawie o funduszach inwestycyjnych. Regulacja prawna w tym zakresie dotyczy pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zgodnie z nią za podmiot pośrednio nabywający akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych uważa się podmiot dominujący w stosunku do podmiotu, który nabywa akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych bezpośrednio. Przy czym status podmiotu pośrednio nabywającego akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych przysługiwać będzie również podmiotowi, który podejmuje działania powodujące, że stanie się on podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo posiada akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Z pośrednim nabyciem akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych mamy zatem do czynienia zarówno w sytuacji, gdy podmiot bezpośrednio nabywający (podmiot zależny od podmiotu dominującego pośrednio nabywającego) nabywa akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych bezpośrednio, jak i w sytuacji, gdy podmiot podejmuje działania powodujące, że stanie się on podmiotem dominującym w stosunku do podmiotu, który jest podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych albo posiada akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W tym drugim przypadku nie występuje jednak bezpośrednie nabycie akcji, a o pośrednim nabyciu akcji mówi się wyłącznie wobec faktu stania się podmiotem dominującym.

Przeprowadzona analiza definicji legalnych pośredniego nabycia akcji wykazała, że ustawodawca, wprowadzając definicje legalne pośredniego nabycia akcji, odrywa je od znaczenia pośredniości w rozumieniu języka ogólnego (powszechnego). Zabiegowi legislacyjnemu tego rodzaju co do zasady nie sposób odmówić słuszności, gdyż taka technika regulacyjna stanowi esencję niekwestionowanego

podziału na język ogólny (powszechny) i język prawny (język tekstu prawnego). Jednakże w obliczu takiego kształtu regulacji pośredniego nabycia akcji jako instytucji szeroko pojętego prawa rynku kapitałowego (głównie na gruncie ustawy o ofercie publicznej i ustawy o funduszach inwestycyjnych) z pola widzenia prawodawcy umyka — w mojej ocenie — zbiór stanów faktycznych i prawnych powodujących pośrednie nabycie akcji w rozumieniu języka powszechnego, jednak nieposiadających tego rodzaju kwalifikacji prawnej.

Normatywnie ustawodawca każdą z omówionych w tym rozdziale definicji legalnych pośredniego nabycia akcji łączy z wystąpieniem stosunku dominacji i zależności. W rzeczywistości jednak siła głosu może być uzależniona od wielu czynników. Wpływ na wynik głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy ma nie tylko struktura właścicielska, lecz także aktywność akcjonariuszy, rodzaje posiadanych przez nich akcji (ich uprzywilejowanie bądź jego brak). Co do zasady wobec braku minimalnych wymogów odnośnie do liczby reprezentowanych akcji na walnym zgromadzeniu — w przypadku występowania w spółce wyłącznie akcji zwykłych, nawet w przypadku posiadania udziału mniejszościowego — możliwe jest wywieranie wpływu na działalność innego podmiotu, jeżeli struktura właścicielska jest rozporoszona lub pozostali akcjonariusze są pasywni⁹⁷.

Kwalifikacja normatywna tego rodzaju powoduje określone konsekwencje praktyczne. Do jednych z nich należą oczywiście sytuacje stypizowanego pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zgodnie z art. 54 ust. 2 u.f.i. Do innych można jednak zakwalifikować przypadki, w których po pierwsze, interpretacja tekstu prawnego zamiast budować pewność prawa, generuje szereg wątpliwości, a po drugie, interpretacja ta może prowadzić do sytuacji, w której w rozumieniu języka powszechnego dojdzie do pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jednak wobec braku tego rodzaju kwalifikacji normatywnej Komisja Nadzoru Finansowego *ex ante* nie będzie uprawniona do skorzystania z właściwego środka nadzorczego, który mogłaby zastosować w przypadku zawiadomienia organu nadzoru o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w ujęciu jurydycznym. Co ciekawe, konstrukcje normatywne definicji pośredniego nabycia akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej oraz ustawy o funduszach inwestycyjnych zostały zaprojektowane w taki sposób, że teoretycznie można zbudować scenariusz transakcji, w której przy dokonaniu w ujęciu jurydycznym pośredniego nabycia akcji spółki publicznej (na gruncie ustawy o ofercie publicznej), będącej jednocześnie większością akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych (nieposiadającego sta-

97 Por. P. Piniór, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka..., s. 34.

tusu spółki publicznej), normatywnie nie dojdzie do pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych (na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych), a w konsekwencji nie będzie miała zastosowania ostrożnościowa ocena potencjalnego nabywcy akcji podmiotu zarządzającego instytucją zbiorowego inwestowania. Pomimo zatem co do zasady kazuistycznej regulacji prawnej w tym obszarze można dostrzec, że prawodawcy umykają potencjalne działania poszczególnych podmiotów (uczestników rynku kapitałowego) i możliwe scenariusze, których realizacja może doprowadzić do wywierania faktycznego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

Rozdział 2

Zawiadomienie o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

2.1. Rozważania wprowadzające

Na istotność kryterium reputacji potencjalnego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wskazywał już prawodawca unijny. Z treści motywu 8 preambuły dyrektywy 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniającej dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego¹ wprost wynika, że „w odniesieniu do oceny ostrożnościowej kryterium »reputacji potencjalnego nabywcy« dotyczy ustalenia, czy istnieją jakiegokolwiek wątpliwości co do rzetelności i kompetencji zawodowych potencjalnego nabywcy i czy wątpliwości te są uzasadnione; wątpliwości takie mogą wynikać na przykład z jego postępowania w dotychczasowej działalności”. Wskazuje się ponadto, że ocena reputacji jest szczególnie ważna, jeżeli potencjalny nabywca jest co do zasady podmiotem nieregulowanym, a jej przeprowadzenie powinno być ułatwione, jeśli nabywca otrzymał zgodę na prowadzenie działalności i podlega nadzorowi na terenie Unii Europejskiej.

Ocena reputacji potencjalnego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych realizowana jest za pomocą instytucji prawa wprowadzającej *ex ante* obowiązek zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w tym norm określających rodzaj informacji, jakie podlegają przekazaniu Komisji Nadzoru Finansowego wraz z zawiadomieniem.

¹ Dz.Urz. UE nr L 247/1 z 21.09.2007.

Zgodnie z art. 54 ust. 1 u.f.i. podmiot, który zamierza (bezpośrednio lub pośrednio) nabyć albo objąć akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio: 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym (znaczny pakiet akcji), jest obowiązany każdorazowo zawiadomić Komisję Nadzoru Finansowego o takim zamiarze. Również podmiot, który zamierza (bezpośrednio lub pośrednio) stać się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób inny niż nabycie albo objęcie akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie wskazanego progu ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, obowiązany jest każdorazowo zawiadomić o tym zamiarze Komisję Nadzoru Finansowego. Z uwagi na wyznaczony zakres przedmiotowy niniejszego opracowania naukowe zamiar bezpośredniego nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, objęcie akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz sytuacja, w której podmiot zamierza stać się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób inny niż przez nabycie albo objęcie akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, nie będą przedmiotem dalszych rozważań.

W niniejszym rozdziale zostanie szczegółowo omówiony zakres podmiotowy, do którego odnosi się obowiązek zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z uwzględnieniem podmiotów wyłączonych z tego obowiązku. Opisane zostaną także charakter, konstrukcja, treść i poszczególne elementy składowe takiego zawiadomienia, a następnie przeanalizowane pod kątem zarówno ich przydatności w postępowaniu administracyjnym prowadzonym w celu dokonania ostrożnościowej oceny potencjalnego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak i możliwości pozyskania i przedstawienia przez zawiadamiającego informacji wymaganych przez przepisy prawa.

2.2. Podmioty zobowiązane do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — zakres podmiotowy

2.2.1. Podmiot, który pośrednio zamierza nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych

W myśl normy z art. 54 ust. 1 u.f.i. podmiot, który zamierza pośrednio nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio: 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym, jest zobowiązany każdorazowo zawiadomić Komisję Nadzoru Finansowego o zamiarze ich nabycia².

W przypadku gdy podmiot, który zamierza:

- 1) bezpośrednio nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jest podmiotem zależnym, zawiadomienie składa tylko ten podmiot łącznie z jego pierwotnym podmiotem dominującym³;
- 2) pośrednio nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jest podmiotem zależnym, zawiadomienie składa tylko jego pierwotny podmiot dominujący.

Ustawodawca nie definiuje pojęcia pierwotny podmiot dominujący. Doktryna prawa rynku kapitałowego wskazuje, że przez taki podmiot należy rozumieć podmiot stojący najwyżej w strukturze stosunku dominacji i zależności⁴. Na przykład w scenariuszu dotyczącym bezpośredniego nabycia akcji w sytuacji, gdy podmiot, który zamierza nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych (podmiot X), jest podmiotem zależnym od podmiotu Y, a podmiot Y jest podmiotem zależnym od podmiotu Z, zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji powinien złożyć podmiot X łącznie z podmiotem Z.

Z kolei w scenariuszu dotyczącym pośredniego nabycia akcji w sytuacji, gdy podmiot, który chce pośrednio nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych (podmiot X), jest podmiotem zależnym od podmiotu Y, zawiadomienie

² W dalszej części pracy dla uproszczenia i przystępności prowadzonego wywodu podmiot ten będzie nazywany także podmiotem składającym zawiadomienie lub zawiadamiającym.

³ Bezpośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zostało wyłączone z zakresu przedmiotowego niniejszej pracy, z tego względu w tym miejscu zostanie omówione jedynie dla potrzeb wyjaśnienia definicji pierwotnego podmiotu dominującego.

⁴ Tak M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 634—635.

składa tylko jego pierwotny podmiot dominujący (podmiot Z), nawet w przypadku gdy podmiot Y jest również podmiotem zależnym od podmiotu Z⁵.

Biorąc pod uwagę fakt, że określenie podmiotu pośrednio nabywającego akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest nierozzerwalnie związane z wyznaczeniem zakresu treści pośredniego nabycia akcji, w tym miejscu w pełni aktualne i właściwe pozostają uwagi poczynione w rozdziale 1.5 niniejszego opracowania. W sposób kazuistyczny zostało w nim omówione pośrednie nabycie akcji na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych, którego zakres wyznacza katalog podmiotów zobowiązanych do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji.

2.2.2. Pozostałe podmioty zamierzające nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych

W myśl art. 54 ust. 4 u.f.i. obowiązek zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych dotyczy także:

- 1) zastawnika i użytkownika akcji, jeżeli zgodnie z art. 340 § 1 k.s.h. są oni uprawnieni do wykonywania prawa głosu z akcji;
- 2) podmiotu, który uzyskał prawo głosu na walnym zgromadzeniu na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i. (tj. 10%, 20%, 1/3, 50%) ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym, w wyniku zdarzeń innych niż nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w szczególności na skutek zmiany statutu lub w następstwie wygaśnięcia uprzywilejowania lub ograniczenia akcji co do prawa głosu, a także nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie poziomów określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i. w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym w wyniku dziedziczenia.

W wymienionych przypadkach obowiązek złożenia zawiadomienia powstaje przed przystąpieniem do wykonywania prawa głosu z akcji. Do podmiotów tych odpowiednio stosuje się przepisy art. 54a—54n u.f.i. regulujące procedurę składania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwesty-

5 Inaczej niż w przypadku bezpośredniego nabycia akcji lub stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych, gdy jeśli podmiot, który zamierza nabyć akcje lub stać się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jest podmiotem zależnym, zawiadomienie składa tylko ten podmiot łącznie z jego pierwotnym podmiotem dominującym. A zatem w przypadku gdy podmiot bezpośrednio nabywający akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych (podmiot X) jest podmiotem zależnym od podmiotu Y, a podmiot Y jest podmiotem zależnym od podmiotu Z, zawiadomienie powinien złożyć podmiot X łącznie z podmiotem Z.

cyjnych oraz uprawnienie Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie możliwości złożenia sprzeciwu⁶.

Mając na względzie fakt, że przedmiot tego rozdziału sprowadza się do ustalenia zakresu podmiotowego osób obowiązanych do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, informacje dotyczące ograniczonych praw rzeczowych w postaci zastawu oraz użytkowania zostaną przedstawione bardzo ogólnie, jedynie z zasygnalizowaniem charakteru oraz istoty tego rodzaju stosunków prawnych. Uwaga w tym zakresie koncentrować się będzie na wyeksponowaniu elementu mającego najdonioślejsze znaczenie dla uzasadnienia objęcia obowiązkiem zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jakim jest możliwość wykonywania prawa głosu z akcji będących przedmiotem zastawu lub użytkowania.

2.2.2.1. Zastawnik jako podmiot zobowiązany do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

W oparciu o kryterium sposobu ustanowienia zastawu można wyróżnić zastaw zwykły, uregulowany w ustawie z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny, i zastaw rejestrowy, unormowany w ustawie z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów⁷.

Zgodnie z art. 306 § 1 k.c. w celu zabezpieczenia oznaczonej wierzytelności można rzecz ruchomą obciążyć prawem, na mocy którego wierzyciel będzie mógł dochodzić zaspokojenia z rzeczy bez względu na to, czyją stała się własnością, i z pierwszeństwem przed wierzycielami osobistymi właściciela rzeczy, z wyjątkiem tych, którym z mocy ustawy przysługuje pierwszeństwo szczególne. Instytucja zastawu rejestrowego jako ograniczonego prawa rzeczowego, uregulowana w ustawie o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, stanowi formę zabezpieczenia o szerokich uprawnieniach stron w zakresie kształtowania treści tego stosunku prawnego, m.in. co do sposobu zaspokojenia zastawnika czy dodatkowych zastrzeżeń umownych, które wzmocnią pozycję zastawnika. Omawiany stosunek prawny powstaje przez zawarcie pomiędzy osobą uprawnioną do rozporządzania rzeczą a wierzycielem umowy o ustanowienie tego zastawu oraz po dokonaniu

6 Wobec tego przepisy art. 54a—54n u.f.i. nie mają zastosowania wprost, a powinny uwzględnić specyfikę i naturę danego stosunku prawnego umowy zastawu, użytkowania, dziedziczenia czy innych zdarzeń powodujących osiągnięcie albo przekroczenie poziomów określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i. w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu lub udziale w kapitale zakładowym towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

7 Dz.U. z 1996 r. Nr 149 poz. 703 z późn. zm.

wpisu do rejestru zastawów. Wpis ten ma charakter konstytutywny, a zastaw powstaje dopiero z chwilą dokonania wpisu⁸. Możliwością zabezpieczenia wierzytelności jest również zastaw finansowy uregulowany w ustawie z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych⁹, która określa zasady ustanawiania i wykonywania zabezpieczeń m.in. na instrumentach finansowych (zabezpieczenia finansowe) wierzytelności pieniężnych lub wierzytelności, w których świadczenie polega na dostarczeniu instrumentów finansowych (wierzytelności finansowe), w tym wierzytelności przyszłych, zależnych od terminu lub warunku, albo okresowych, a także zasady zaspokajania się z tych zabezpieczeń¹⁰. Kwestia charakteru prawnego instytucji zastawu finansowego nie została przez prawodawcę jednoznacznie określona. W doktrynie przyjmuje się, że zastaw finansowy można kwalifikować zarówno jako formę zastawu na prawach w myśl regulacji ustawy Kodeks cywilny, jak i jako zastaw rejestrowy na prawach, o których mowa w ustawie o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów¹¹.

Zastaw jako ograniczone prawo rzeczowe stanowi formę zabezpieczenia wierzytelności, która charakteryzuje się tym, że właściciel rzeczy lub prawa oddaje rzecz wierzycielowi lub osobie trzeciej w celu zabezpieczenia wierzytelności. Stosunek prawny zastawu dopuszcza obciążenie rzeczy lub prawa prawem pozwalającym na zaspokojenie zabezpieczonej wierzytelności z pierwszeństwem przed pozostałymi wierzycielami, i to niezależnie od tego, kto jest aktualnym właścicielem rzeczy lub prawa¹². Zastaw obciąża rzecz lub prawo i podąża za

8 Szerzej na ten temat zob. E. Niezbecka, J. Mojak, *Ustawa o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów. Komentarz*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin 1997; J. Mojak, J. Widło, *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2004.

9 Dz.U. z 2004 r. Nr 91 poz. 871 z późn. zm. Zob. także M. Michalski, R.R. Zdzieborski, *Ustawa o niektórych zabezpieczeniach finansowych. Komentarz*, Twigger, Warszawa 2005; T. Spyra, *Ustawa o niektórych zabezpieczeniach finansowych w świetle dyrektywy 2002/47/WE*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2005, nr 1, s. 13 i n.

10 Zob. szerzej: J. Pisuliński, *Zabezpieczenia finansowe w systemie prawa cywilnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 6, s. 29; Ł. Goździaszek, *Rodzaje zabezpieczeń finansowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 2, s. 39; R. Makowski, *Zastaw finansowy na akcjach*, Wolters Kluwer, Warszawa 2020, s. 25—36.

11 Zob. szerzej: J. Widło, *Zastaw rejestrowy na prawach*, LexisNexis, Warszawa 2008, s. 499—505; A. Stangret-Smoczyńska, *Charakter prawny zastawu finansowego*, „Państwo i Prawo” 2010, z. 1, s. 71; M. Michalski, *Kilka uwag w sprawie zastawu finansowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 12, s. 15—21; A. Lichosik, *Zastaw na instrumentach finansowych*, w: *Zabezpieczenia wierzytelności w prawie polskim w 20-lecie przywrócenia instytucji zastawu rejestrowego*, red. A. Jakubecki, J. Mojak, J. Widło, Innovatio Press, Lublin 2017, s. 139—148 i przywołana tam literatura; R. Mazurek, *Zastaw na jednostkach uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2006, nr 1, s. 51—68.

12 J. Gołaczyński, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 641—647.

rzeczą lub prawem niezależnie od tego, czy aktualnym właścicielem jest dłużnik osobisty zastawnika, czy też osoba trzecia. Jako prawo o charakterze akcesoryjnym, zabezpiecza pieniężne i niepieniężne wierzytelności, które powinny być oznaczone poprzez wskazanie stosunku zobowiązaniowego, z jakiego wynikają¹³.

W oparciu o kryterium sposobu powstania zastawu wyróżnić można zastaw umowny oraz ustawowy¹⁴. Źródłem powstania zastawu ustawowego jest przepis ustawy — w przypadku wystąpienia przesłanek określonych w ustawie powstaje on z mocy prawa. Zgodnie z art. 326 k.c. do zastawu, który powstaje z mocy ustawy, stosuje się odpowiednio przepisy o zastawie na rzeczach ruchomych, tj. art. 306—325 k.c. Z uwagi na doniosłość dla przedmiotu niniejszej pracy zastawu umownego w dalszej części prowadzony wywód będzie się koncentrował na tej formie ustanowienia zastawu. Na podstawie kryterium przedmiotowego zastawu wyróżnia się zastaw na rzeczach ruchomych¹⁵ i zastaw na prawach. Ponadto można wskazać zastaw z posiadaniem, czyli wydaniem rzeczy zastawnikowi albo osobie trzeciej, i zastaw bez przeniesienia posiadania przedmiotu zastawu — tzw. zastaw nieposesoryjny¹⁶.

Do ustanowienia zastawu potrzebna jest umowa (umowa zastawnicza) między właścicielem (zastawcą) a wierzycielem (zastawnikiem) oraz — przy uwzględnieniu wyjątków przewidzianych w ustawie Kodeks cywilny — wydanie rzeczy wierzycielowi albo osobie trzeciej, na którą strony się zgodziły. Zawarcie umowy zastawniczej stanowi czynność prawną o charakterze rozporządzającym, której bezpośrednim celem i skutkiem jest obciążenie prawa własności prawem na rzecz osoby trzeciej. Przy czym zastaw jest skuteczny wobec wierzycieli zastawcy, jeżeli umowa o ustanowienie zastawu została zawarta na piśmie z datą pewną¹⁷.

Przedmiotem zastawu mogą być także prawa, jeżeli są zbywalne, a do zastawu na prawach stosuje się odpowiednio przepisy o zastawie na rzeczach ruchomych z zachowaniem przepisów art. 327 i n. k.c. Przypadek ten stanowi odstępstwo od zasady, że przedmiotem praw rzeczowych, w tym zastawu, mogą być wyłącznie

13 Zob. S. Dmowski, S. Rudnicki, *Komentarz do kodeksu cywilnego*, Ks. 1: Część ogólna, Lexis-Nexis, Warszawa 2004, s. 362.

14 Zob. np. K. Siwiec, *Zastaw ustawowy na rzeczach wniesionych przez najemców do lokali komercyjnych — wybrane zagadnienia*, „Nieruchomości” 2013, nr 3, s. 16; R. Golat, *Ustawowe prawo zastawu w umowach najmu*, „Nieruchomości” 2004, nr 10, s. 12—13.

15 Por. A. Kwiatkowski, *Zastaw na rzeczy ruchomej*, „Rejent” 2000, nr 7—8, s. 104—117.

16 Zob. szerzej: M. Leśniak, *Zastaw bez przeniesienia posiadania przedmiotu zastawu*, Zakamycze, Kraków 2004.

17 Na temat ograniczeń w zakresie dopuszczalności zastawiania akcji zob. szerzej: P. Sokal, *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 132—133.

rzeczy. Papiery wartościowe jako rzeczy *sui generis* nie mogą być przedmiotem zastawu na rzeczach ruchomych, a jedynie zastawu na prawach¹⁸.

W przypadku towarzystwa funduszy inwestycyjnych obligatoryjnie działającego w formie prawnej spółki akcyjnej możemy mówić o zastawie na akcjach. Przedstawiciele doktryny wskazują, że „przedmiotem zastawu na akcjach jako zastawu na prawach jest prawo podmiotowe inkorporowane w dokumencie akcji, przysługujące akcjonariuszowi jako całość”¹⁹. Do momentu zmiany ustawy Kodeks spółek handlowych w zakresie pozbawienia akcji formy dokumentu ustawa wprowadzała rozróżnienie terminologiczne, wyróżniając akcje w znaczeniu materialnym („akcja”) i w znaczeniu formalnym („dokument akcyjny”), które prawo podmiotowe inkorporuje. W konsekwencji, przedmiotem zastawu na akcjach było prawo, jakie przysługuje akcjonariuszowi wobec spółki, a nie rzecz w postaci dokumentu akcji, który jest wyłącznie nośnikiem prawa²⁰. Zasada ta pozostaje aktualna również na gruncie obowiązującej obecnie regulacji, w której akcje nie posiadają formy dokumentu. Legitymacja formalna pozwalająca na ustalenie posiadacza dokumentu akcji i legitymacja materialna w postaci prawa podmiotowego inkorporowanego w dokumencie (nośniku) nie zawsze będą posiadały tożsame zakresy²¹. Przyjąć bowiem należy, że w znaczeniu formalnym funkcję dokumentu przejmują zapis na rachunku papierów wartościowych w przypadku dotychczasowej formy dematerializacji, o jakiej mowa w art. 5 ust. 1 u.o.i.f., oraz zapis elektroniczny w rejestrze akcjonariuszy, o jakim mowa w art. 3281 k.s.h., prowadzonym przez uprawnioną do tego firmę inwestycyjną.

W wyniku nowelizacji art. 328 § 1 k.s.h., która weszła w życie 1 marca 2021 r. na mocy ustawy z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw²² — zgodnie z jego nowym brzmieniem

18 J. Gołaczyński, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2017, s. 577.

19 P. Sokal, *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach...*, s. 132, tak za: J. Frąckowiak, *Zastaw na akcjach*, „Rejent” 1995, nr 1, s. 15; M. Michalski, *Zastaw na papierach wartościowych w obrocie tradycyjnym oraz na papierach dopuszczonych do publicznego obrotu*, „Prawo Spółek” 2000, nr 1, s. 5; B. Skorek, *Zastaw rejestrowy na akcji, cz. 1*, „Przegląd Ustawodawca Gospodarczego” 2003, nr 4, s. 19.

20 P. Sokal, *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach...*, s. 132, tak za: W. Popiołek, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 83; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych*, Warszawa 2004, s. 213. Na temat nośnika prawa zob. też A. Lichosik, *Zastaw na instrumentach finansowych*, w: *Zabezpieczenia wierzytelności w prawie polskim...*, s. 139—148.

21 Por. A. Szpunar, *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1991, z. 2, s. 17; M. Michalski, *Reżim legitymacyjny w spółce akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 2, s. 23—30; A. Kondracka, *Charakter prawny dokumentu akcyjnego*, „Prawo Spółek” 1999, nr 7—8, s. 2 i n.; M. Michalski, *Dopuszczalność rozszczepiania uprawnień udziałowych z akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 5, s. 39.

22 Dz.U. z 2019 r. poz. 1798 z późn. zm., dalej zwana: ustawą o zmianie ustawy o KSH.

akcje nie mają formy dokumentu²³ — zmodyfikowany został porządek legitymacyjny, jeśli chodzi o zastawników i możliwość wykonywania przez nich praw głosu z akcji, w szczególności bowiem zatarciu uległ dychotomiczny podział na akcje w formie dokumentu i akcje zdematerializowane.

Obciążenie zastawem dotyczy tylko prawa i nie obejmuje obowiązków ciążących na akcjonariuszu (zastawcy). Akcja jako papier wartościowy ucieleśnia w sobie określone prawa podmiotowe akcjonariusza: prawa majątkowe i korporacyjne, w tym m.in. prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Z tego względu uzasadnione wydaje się objęcie zastawnika obowiązkiem dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

W przypadku praw majątkowych w myśl przepisów art. 319 k.c. zastawnik jest uprawniony do pobierania pożytków z akcji będącej przedmiotem zastawu. Takimi pożytkami będą np. wypłacona dywidenda jako konkretna korzyść majątkowa czy prawo do tzw. kwoty likwidacyjnej. Inaczej kształtuje się regulacja w zakresie praw korporacyjnych, które co do zasady nie przysługują zastawnikowi. Wyjątek w tym zakresie przewiduje art. 340 k.s.h. Przepis ten w poprzednim stanie prawnym (przed 1 marca 2021 r.) przewidywał jednak rozróżnienie w zakresie praw przysługujących zastawnikowi w zależności od formy lub rodzaju, w jakich obciążone akcje występowały w obrocie, tj. w zależności od tego, czy są to akcje imienne, czy akcje zdematerializowane.

W przypadku akcji imiennych ustawodawca przewidywał dwie sytuacje. W pierwszej z nich zastawnik nie był wpisany do księgi akcyjnej i wówczas zgodnie z art. 406 § 1 k.s.h. nie dysponował legitymacją wobec spółki, a więc nie przysługiwało mu prawo głosu na walnym zgromadzeniu²⁴. Mógł jednak wziąć udział w walnym zgromadzeniu na podstawie pełnomocnictwa udzielonego

23 W uzasadnieniu do projektu ustawy o zmianie ustawy o KSH czytamy, że „wobec obligatoryjnej dematerializacji akcji zbędny stał się obecny przepis o treści, formie i nieważności dokumentu akcji. W to miejsce proponuje się nową treść art. 328 § 1 k.s.h., który stanowi podstawę prawną obligatoryjnej dematerializacji wszystkich akcji, a zarazem zakaz wydawania dokumentu na akcje. Negatywna konstrukcja przyjęta w tym przepisie jest analogiczna jak w art. 5 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi”. W konsekwencji w oparciu o wynik wykładni literalnej przepisu art. 328 ust. 1 k.s.h. w nowym brzmieniu oraz biorąc pod uwagę wyjaśnienie projektodawcy, można postawić tezę, że pojęcie dematerializacji, jakim posługuje się zarówno projektodawca w uzasadnieniu projektu ustawy, jak i praktyka obrotu na kanwie regulacji, o jakiej mowa w tym przepisie, nie stanowi dematerializacji w ujęciu jurydycznym, jaką przewiduje art. 5 ust. 1 u.o.i.f. W podobnym kierunku M. Michalski, który obok dematerializacji wprost wskazuje na „reżim rejestrowy”, obejmujący akcje spółek niepublicznych wpisywane do rejestru akcjonariuszy, zob. M. Michalski, *Powszechna dematerializacja akcji, czyli między zabiegiem technicznym a rewolucją cyfrową*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 2, s. 10.

24 Por. A. Lichosik, *Charakter prawny wpisu do księgi akcyjnej*, w: *Sądowe stosowanie prawa*, red. B. Dolnicki, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2014, s. 108—117.

przez akcjonariusza (zastawcę). Zatem brak wpisu zastawnika do księgi akcyjnej jako przesłanka formalna obok materialnego uprawnienia w postaci przysługującego mu prawa zastawu wyłączała prawo głosu z akcji będącej przedmiotem zastawu. W drugim przypadku zastawnik mógł wykonywać prawa głosu z akcji imiennej, na której ustanowiono zastaw, jeżeli przewidywała to czynność prawna ustanawiająca ograniczone prawo rzeczowe, tj. odpowiednie postanowienia umowy zastawniczej, oraz gdy w księdze akcyjnej dokonano wzmianki o ustanowieniu zastawu i o upoważnieniu do wykonywania prawa głosu. W tej sytuacji zastawnika obowiązywały takie same zasady, jakie ustawodawca przewidywał wobec akcjonariusza wpisanego do księgi akcyjnej i realizował on przedmiotowe uprawnienia we własnym imieniu²⁵. Przy czym zgodnie z art. 340 § 2 k.s.h. statut spółki akcyjnej mógł — i nadal może — przewidywać zakaz przyznawania prawa głosu zastawnikowi albo uzależnić przyznanie takiego uprawnienia od zgody określonego organu spółki akcyjnej.

W przypadku akcji na okaziciela prawo głosu z akcji będącej przedmiotem zastawu mogło przysługiwać zastawnikowi i wynikało pośrednio z faktu wydania dokumentu akcji zastawnikowi jako warunku koniecznego dla ustanowienia zastawu. W konsekwencji zastawnik jako posiadacz zależny akcji uzyskiwał legitymację formalną wobec spółki, z czym pośrednio związane było prawo głosu na walnym zgromadzeniu²⁶. Zgodnie z treścią obowiązującego uprzednio art. 406 § 2 k.s.h. akcje na okaziciela dawały prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki niepublicznej, jeżeli dokumenty akcji zostały złożone w spółce co najmniej na tydzień przed terminem walnego zgromadzenia i nie zostały odebrane przed jego ukończeniem²⁷.

Odmiennie w przypadku akcji zdematerializowanych — jeszcze w poprzednim stanie prawnym, zgodnie z art. 340 § 3 k.s.h., w okresie, gdy akcje spółki publicznej, na których ustanowiono zastaw, były zapisane na rachunku papierów wartościowych prowadzonym przez podmiot uprawniony, zgodnie z regulacjami

25 M. Michalski, *Reżim legitymacyjny w spółce akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 2, s. 23—30; M. Michalski, w: *Spółka akcyjna*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 426; M. Rodzynkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 792—793.

26 P. Sokal, *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach...*, s. 160.

27 Zamiast akcji możliwe było złożenie zaświadczenia wydanego na dowód złożenia akcji u notariusza w banku lub firmie inwestycyjnej mających siedzibę lub oddział na terytorium Unii Europejskiej lub państwa będącego stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, wskazanych w ogłoszeniu o zwołaniu walnego zgromadzenia. W zaświadczeniu wskazywano numery dokumentów akcji i stwierdzano, że dokumenty akcji nie będą wydane przed zakończeniem walnego zgromadzenia. Przepis ten został jednak uchylony na mocy art. 1 ust. 26 ustawy o zmianie ustawy o KSH, która weszła w życie 1 marca 2021 r.

ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi²⁸, prawo głosu z tych akcji przysługiwało akcjonariuszowi. Zastawnik w tym przypadku mógł uczestniczyć w walnym zgromadzeniu spółki jedynie jako pełnomocnik akcjonariusza²⁹. Przy czym gdyby wykonywał prawo głosu w spółce publicznej nie w oparciu o udzieloną instrukcję do głosowania, to zastosowanie znalazłaby regulacja z art. 87 ust. 1 pkt 4 u.o.p. Zgodnie z nią obowiązki, o jakich mowa w rozdziale 4 ustawy o ofercie publicznej, dotyczące znacznych pakietów akcji spółek publicznych (obowiązki notyfikacyjne oraz wezwaniowe, o których szerzej w rozdziale 3 publikacji), spoczywają również na pełnomocniku, który w ramach reprezentowania akcjonariusza na walnym zgromadzeniu został upoważniony do wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej, jeżeli akcjonariusz ten nie wydał wiążących pisemnych dyspozycji co do sposobu głosowania³⁰.

Ponadto zgodnie z obowiązującym uprzednio art. 4062 k.s.h. uprawnieni z akcji imiennych i świadectw tymczasowych oraz zastawnicy i użytkownicy, którym przysługiwało prawo głosu, mieli prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu spółki publicznej, jeżeli byli wpisani do księgi akcyjnej w dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Przepis ten odnosił się do akcji imiennych i wymagał wpisu do księgi akcyjnej, a zatem dotyczył wyłącznie niezdematerializowanych akcji spółki publicznej.

W dniu 1 marca 2021 r. weszły w życie przepisy, które wprowadziły nowe zasady dla funkcjonowania akcji w obrocie prawnym. Zmianie uległ art. 340 § 1 k.s.h., który *de lege lata* pozwala zastawnikowi wykonywać prawo głosu z akcji, na której ustanowiono zastaw, jeżeli będzie przewidywać to czynność prawna ustanawiająca ograniczone prawo rzeczowe oraz gdy w rejestrze akcjonariuszy lub na rachunku papierów wartościowych prowadzonym przez podmiot uprawniony, zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, dokonano wzmianki o jego ustanowieniu i o upoważnieniu do wykonywania prawa głosu.

Ustawodawca wprowadzoną zmianę uzasadnia koniecznością rozszerzenia zakresu stosowania art. 340 § 1 k.s.h. na zdematerializowane akcje na okaziciela. Brakuje bowiem uzasadnienia dla odmiennego traktowania akcji imiennych

28 Dz.U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1538 z późn. zm., w skrócie: u.o.i.f.

29 M. Michalski, *Reżim legitymacyjny w spółce akcyjnej...*; A. Janiak, *Treść i skutki umowy zastawu na papierach wartościowych zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych*, „Prawo Bankowe” 1996, nr 2, s. 119 i n.; Idem, *Ustanowienie zastawu na papierach wartościowych zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 1, s. 1—7.

30 Por. P. Horosz, *Zastaw rejestrowy na papierach dopuszczonych do publicznego obrotu*, Zakamycze, Kraków 2005, s. 140—144.

i zdematerializowanych akcji na okaziciela zarejestrowanych w rejestrze akcjonariuszy w zakresie wykonywania prawa głosu w związku z ustanowieniem zastawu lub użytkownika i wprowadzenia ujawnienia w rejestrze ustanowienia ograniczonego prawa rzeczowego na akcji na okaziciela i akcji imiennej³¹.

Jednocześnie prawodawca wprowadza obowiązek ujawnienia ustanowienia obciążenia akcji na rachunku papierów wartościowych, prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w celu ujednoczenia praw zastawnika i użytkownika — bez względu na publiczny lub niepubliczny status spółki. Takie zróżnicowanie w sytuacji obligatoryjnej dematerializacji wszystkich akcji, niezależnie od tego, czy spółka ma status publicznej czy też nie, w tym w przypadku dopuszczenia dematerializacji akcji spółki niebędącej spółką publiczną na podstawie przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, nie znajduje uzasadnienia³².

Prawodawca proponuje zatem odejście od formy dokumentu akcji wydanego w postaci papierowej, który odgrywał rolę nośnika praw inkorporowanych w akcjach, na rzecz elektronicznego zapisu w rejestrze akcjonariuszy prowadzonym przez firmę inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Ma to wpływ zarówno na zasady ustanawiania zastawów na akcjach, jak i na wykonywanie praw z akcji obciążonych takim ograniczonym prawem rzeczowym. Ustawodawca odchodzi bowiem od dotychczasowej koncepcji papierowego dokumentu akcji jako nośnika praw pozwalającego na identyfikację akcjonariusza spółki i zastępuje ją identyfikacją poprzez wpis w prowadzonym w formie elektronicznej rejestrze akcjonariuszy. W rejestrze akcjonariuszy wpisywane będą wszystkie rodzaje akcji emitowane przez spółkę, tj. zarówno akcje na okaziciela, jak i akcje imienne. Oznacza to, że w miejsce dotychczasowych odrębnych zasad ustanawiania zastawu na akcjach imiennych (gdzie zastaw był odnotowywany w prowadzonej przez spółkę księdze akcyjnej) oraz akcjach na okaziciela (gdzie zastaw łączył się z koniecznością wydania dokumentów akcji) został wprowadzony jednolity (dla akcji imiennych i akcji na okaziciela) system umożliwiający weryfikację istnienia obciążeń na akcjach oraz związanych z tym praw i ograniczeń. Wpis do rejestru akcjonariuszy będzie dokonywany na wniosek akcjonariusza, zastawnika, użytkownika albo podmiotu, który ma w tym interes prawny. Zastawnik będzie mógł wykonywać prawo głosu z akcji, jeżeli zostało ono ujawnione

31 Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw z dnia 12 czerwca 2019 r., Druk nr 3541, s. 27, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/38BFA72164FE8069C125841D00436FE7/%24File/3541.pdf> (dostęp: 10.06.2020).

32 Ibidem.

w rejestrze akcjonariuszy na co najmniej tydzień przed odbyciem walnego zgromadzenia³³.

Wprowadzenie rejestru akcjonariuszy zmodyfikowało zasady wykonywania prawa głosu z akcji będących przedmiotem zastawu. Pozycja zastawnika akcji na okaziciela została zrównana z pozycją zastawnika akcji imiennych, co dopuszcza wykonywanie przez zastawnika prawa głosu ze wszystkich akcji, jeżeli przewiduje to umowa zastawu oraz zostało to ujawnione w rejestrze akcjonariuszy. Nowa regulacja wprowadziła ponadto możliwość wykonywania przez zastawnika prawa głosu z akcji spółki publicznej — pod warunkiem, że przewiduje to umowa zastawu oraz na rachunku papierów wartościowych prowadzonym dla akcjonariusza zamieszczono wzmiankę o ustanowieniu zastawu i upoważnieniu zastawnika do wykonywania głosu z akcji.

Biorąc pod uwagę celowość dokonania przez zastawnika zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — w kontekście realnego wpływu zastawnika na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, w tym jego ostrożne i stabilne zarządzanie — gdzie obowiązek ten spoczywa na zastawniku wyłącznie w przypadku, gdy jest on uprawniony do wykonywania prawa głosu z akcji, taki kształt regulacji należy ocenić pozytywnie. W sytuacji, w której nie byłby on uprawniony do wykonywania prawa głosu z zastawionych akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wymóg taki można by uznać za zbyt dotkliwy.

2.2.2.2. Użytkownik jako podmiot zobowiązany do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Użytkowanie stanowi bezwzględne prawo podmiotowe o charakterze osobistym i najszerszym spośród ograniczonych praw rzeczowych zakresie uprawnień przysługujących uprawnionemu w stosunku do rzeczy. Jednocześnie jest najmocniejszym obciążeniem cudzego prawa własności, użytkownikowi przysługuje bowiem nie tylko skuteczne *erga omnes* i podlegające bezwzględnej ochronie prawo do używania rzeczy, lecz także prawo do pobierania z niej

33 Wpis do rejestru akcjonariuszy ma charakter konstytutywny i wywołuje skutki prawne w postaci ustanowienia prawa rzeczowego, zob. M. Grabowski, *Prowadzenie rejestru akcjonariuszy a obowiązki wynikające z ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2021, nr 2, s. 37; A. Opalski, *Prosta spółka akcyjna — nowy typ spółki handlowej* (część II), „Przeгляд Prawa Handlowego” 2019, nr 12, s. 5; T. Sójka, *Obrót akcjami prostej spółki akcyjnej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2020, nr 1, s. 8; K. Wosiak, *Nabycie akcji zarejestrowanych w rejestrze akcjonariuszy w dobrej wierze*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2021, nr 5, s. 12.

pożytków³⁴. Przedmiotem użytkowania mogą być rzeczy ruchome, nieruchomości oraz prawa, z tego względu istnieje także możliwość ustanowienia użytkownika akcji. O ile użytkowanie jako prawo ściśle związane z osobą użytkownika jest niezbywalne, o tyle sama akcja obciążona prawem użytkowania może zostać zbyta³⁵.

Użytkowanie akcji pozwala na przekazanie osobie trzeciej kompetencji do wykonywania praw z akcji oraz korzystanie z nich w przypadku ograniczenia możliwości zbycia akcji. Do użytkowania akcji jako użytkownika na prawach należy stosować odpowiednio przepisy o użytkowaniu rzeczy. Przy czym w przypadku trybu ustanowienia użytkownika na akcjach, zgodnie z regulacją zawartą w art. 265 § 3 k.c., następuje ono według zasad właściwych dla przeniesienia prawa z akcji³⁶.

Odnosnie do przysługiwania użytkownikowi prawa głosu z akcji będących przedmiotem użytkowania regulacja prawna w tym zakresie pokrywa się z tą przewidzianą dla określenia reżimu legitymacyjnego zastawnika, zatem w pełni aktualne pozostają uwagi poczynione w podrozdziale 2.1.1 — zarówno *de lege lata*, jak i te przed zmianą ustawy Kodeks spółek handlowych w zakresie pozbawienia akcji formy dokumentu³⁷.

2.2.2.3. Bierny (pasywny) nabywca jako podmiot zobowiązany do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

W myśl art. 54 ust. 4 pkt 2 u.f.i. obowiązek złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych dotyczy również podmiotu, który uzyskał prawo głosu na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy inwestycyjnych na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i. (tj. 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym) w wyniku zdarzeń innych niż nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w szczególności na skutek zmiany statutu lub w następstwie

34 A. Kozioł, *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 2: *Własność i inne prawa rzeczowe* (art. 126—352), red. M. Habdas, M. Frasz, Wolters Kluwer, Warszawa 2018, s. 601.

35 R. Czerniawski, *Akcjonariusz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 313—315.

36 Zob. M. Michalski, w: *Spółka akcyjna...*, s. 485.

37 Zob. B. Skorek, *Użytkowanie akcji, cz. I*, „Prawo Spółek” 2004, nr 6, s. 36; Idem, *Użytkowanie akcji, cz. II*, „Prawo Spółek” 2004, nr 7—8, s. 16; M. Bukaczevska, *Uprawnienia korporacyjne użytkownika i zastawnika akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 8, s. 8; M. Michalski, *Ograniczenia w wykonywaniu uprawnień przysługujących akcjonariuszowi z akcji*, „Prawo Spółek” 2000, nr 7—8, s. 5; P. Sikorski, *Pozycja prawna użytkownika oraz zastawnika akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 4, s. 36.

wygaśnięcia uprzywilejowania lub ograniczenia akcji co do prawa głosu, a także nabycia akcji lub praw z akcji towarzystwa w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie wymienionych poziomów ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym w wyniku dziedziczenia.

W tym przypadku możemy mówić o tzw. nabyciu wtórnym akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które może nastąpić w drodze czynności prawnej prowadzącej do uzyskania akcji, takiej jak np. zamiana obligacji na akcje, darowizna, zmiana statutu, wygaśnięcie uprzywilejowania lub ograniczenia akcji co do prawa głosu, czy w drodze dziedziczenia. W takiej sytuacji obowiązek dokonania zawiadomienia powstaje z chwilą uzyskania prawa głosu powodującego przekroczenie progów wskazanych w art. 54 ust. 1 u.f.i. i ma charakter następczy. Wykonywanie prawa głosu przed dopełnieniem obowiązku zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego jest wyłączone pod rygorem zastosowania sankcji, o których mowa w art. 54l u.f.i.³⁸ Zgodnie bowiem z art. 54 ust. 5 u.f.i. w takim przypadku obowiązek złożenia zawiadomienia powstaje przed przystąpieniem do wykonywania prawa głosu z akcji albo wykonywania uprawnień podmiotu dominującego wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Wtórne nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych może mieć miejsce w przypadku zmiany statutu spółki skutkującej zmianą ogólnej liczby głosów lub udziału w kapitale zakładowym, wygaśnięcia uprzywilejowania lub ograniczenia akcji co do prawa głosu, jak również w wyniku dziedziczenia.

Zmiany statutu spółki akcyjnej, które mogą spowodować zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów lub udziału w kapitale zakładowym, mogą mieć miejsce np. w przypadku umorzenia akcji własnych spółki. Zgodnie z art. 362 § 1 k.s.h. spółka akcyjna co do zasady nie może nabywać wyemitowanych przez nią akcji (akcji własnych), zakaz ten jednak nie dotyczy m.in. przypadku nabycia akcji w celu ich umorzenia. W sytuacji umorzenia akcji własnych zmianie ulegnie ogólna liczba głosów przypadających na wszystkie akcje spółki (zmniejszy się), wobec czego akcjonariusz, który dotychczas posiadał np. 10% ogólnej liczby głosów, po dokonaniu umorzenia określonej liczby akcji (akcji własnych spółki) automatycznie zwiększy procentowy udział posiadanego przez siebie pakietu akcji (zwiększy się udział w ogólnej liczbie głosów).

Zmiany w statucie spółki, które również mogą mieć wpływ na zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów lub udziału w kapitale zakładowym, mogą dotyczyć pozbawienia uprawnień osobistych akcjonariusza (akcjonariuszy).

Kwestie dotyczące uprzywilejowania akcji reguluje art. 351 k.s.h. Zgodnie z tym przepisem akcje mogą posiadać szczególne uprawnienia (być uprzywilejowane):

38 M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157..., s. 636.

co do prawa głosu (akcje pluralne), w zakresie wpływu na obsadę organów spółki, co do prawa do dywidendy, w zakresie podziału majątku w przypadku likwidacji spółki³⁹. Dla powstania tych sposobów uprzywilejowania i dodatkowych form uprzywilejowania konieczne jest uregulowanie tych kwestii w statucie spółki. Można również wskazać na inne sposoby uprzywilejowania, polegające na pierwszeństwie wykonywania prawa poboru, pierwszeństwie umorzenia akcji czy prawie powoływania lub odwoływania członków organów spółki⁴⁰.

Akcje, które są uprzywilejowane, powinny być akcjami imiennymi, nie dotyczy to jednak akcji niemych (akcji uprzywilejowanych co do dywidendy i pozbawionych prawa głosu). Akcji uprzywilejowanej co do głosu nie można przyznać więcej niż dwa głosy. Jeżeli dojdzie do zamiany akcji imiennej uprzywilejowanej co do głosu na akcję na okaziciela lub w razie zbycia akcji wbrew zastrzeżonym warunkom, uprzywilejowanie takie wygasa. Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy mogą przyznawać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych. Innym uprzywilejowaniem, o którym wyraźnie stanowią przepisy ustawy Kodeks spółek handlowych, jest uprzywilejowanie co do podziału majątku w razie likwidacji spółki. Polega ono na wprowadzeniu rozróżnienia co do wysokości kwot wypłacanych z majątku spółki, ale także może dotyczyć pierwszeństwa przed innymi akcjonariuszami wypłaty takich kwot.

Jeśli chodzi o możliwości wygaśnięcia uprzywilejowania, to sytuacje te może przewidywać statut spółki, wprowadzając np. uprzywilejowanie akcji o charakterze czasowym (na pewien okres, np. na dwa lata), możliwość zamiany formy uprzywilejowania (np. z uprzywilejowania co do głosu na uprzywilejowanie co do dywidendy) czy w przypadku zamiany akcji imiennych na akcje na okaziciela.

Podobnie w przypadku wygaśnięcia ograniczenia prawa głosu. Mianowicie w myśl art. 411 § 3 k.s.h. statut może bowiem ograniczyć prawo głosu akcjonariuszy dysponujących powyżej jednej dziesiątej ogółu głosów w spółce (do liczby głosów, jakimi dysponuje akcjonariusz, dolicza się głosy przysługujące mu jako zastawnikowi lub użytkownikowi bądź z innego tytułu prawnego). Ograniczenie może również dotyczyć innych osób, dysponujących prawem głosu jako zastawnik, użytkownik lub na podstawie innych tytułów prawnych. Ograniczenie to

39 T. Regucki, *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 117—119.

40 A. Szajkowski, M. Tarska, *Prawo spółek handlowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 344; J. Frąckowiak, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. K. Kruczałak, LexisNexis, Warszawa 2001, s. 496.

odnosi się wyłącznie do wykonywania prawa głosu z akcji przekraczających limit głosów określony w statucie⁴¹.

Przypadek wtórnego nabycia akcji może wystąpić również w wyniku dziedziczenia. Ustawodawca jednak nie precyzuje, czy chodzi o każdy rodzaj dziedziczenia, tj. zarówno dziedziczenie ustawowe zgodnie z przepisami art. 931—940 k.c., jak i dziedziczenie w wyniku rozporządzenia na wypadek śmierci zgodnie z przepisami 941—990¹ k.c. Wobec braku wyraźnego określenia, o jaki rodzaj dziedziczenia chodzi, wydaje się, że należy przyjąć, że wtórne nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych możliwe jest zarówno na podstawie dziedziczenia ustawowego, jak i w wyniku rozporządzenia na wypadek śmierci. Dla zapewnienia stabilności stosunków prawnych i pewności obrotu gospodarczego obowiązek złożenia zawiadomienia dotyczącego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych konstatuje się w momencie prawomocnego stwierdzenia nabycia spadku w wyniku przeprowadzenia postępowania sądowego zakończonego wydaniem prawomocnego postanowienia o stwierdzeniu nabycia spadku na podstawie art. 669 k.p.c. lub po dokonaniu notarialnego aktu poświadczenia dziedziczenia na mocy art. 95a i n. ustawy z dnia 14 lutego 1991 r. Prawo o notariacie⁴² oraz w przypadku kilku spadkobierców po dokonaniu działu spadku zgodnie z art. 680—689 k.p.c.

2.2.2.4. Porozumienie

Zgodnie z art. 54 ust. 7 u.f.i. obowiązek dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych ma odpowiednie zastosowanie do przypadku, w którym dwa lub więcej podmiotów działa w porozumieniu, którego przedmiotem jest wykonywanie prawa głosu z akcji na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i. W takim przypadku zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych składają wszystkie strony porozumienia łącznie.

Institucja prawna porozumienia w prawnej regulacji rynku kapitałowego została unormowana w kilku aktach prawnych. Na gruncie ustawy Kodeks spółek handlowych pojęcie porozumienia zostało wprowadzone dla uregulowania stosunku dominacji i zależności, w ustawie o ofercie publicznej — dla określenia możliwych porozumień akcjonariuszy (w części dotyczącej znacznych pakietów akcji), w ustawie o funduszach inwestycyjnych prawodawca również posługuje

41 Zob. T. Sójka, *Zapobiegawcze mechanizmy obrony przed przejęciem spółki w prawie polskim*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2017, nr 11, s. 7—13.

42 Dz.U. z 1991 r. Nr 22 poz. 91 z późn. zm.

się określeniem porozumienia, wprowadzając nawet jego definicję legalną. Definicja ta została jednak przyjęta wyłącznie na potrzeby regulacji zawartej w Dziale III B u.f.i., który dotyczy przejęcia kontroli nad spółkami nienotowanymi na rynku regulowanym i notowanymi emitentami. Zgodnie bowiem z art. 70zj ust. 2 pkt 4 u.f.i. za użyte w Dziale III B u.f.i. określenie porozumienia uznaje się pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania, zbywania lub posiadania praw udziałowych w innym podmiocie, zgodnego wykonywania prawa głosu z posiadanych w nim praw udziałowych lub prowadzenia w nim trwałej polityki finansowej i operacyjnej. Na potrzeby regulacji dotyczącej zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — dla określenia zakresu przedmiotowego działania w porozumieniu — ustawodawca nie zdecydował się na wprowadzenie definicji legalnej porozumienia.

W doktrynie przyjmuje się, że stronami porozumienia, o jakim mowa w art. 54 ust. 7 u.f.i., mogą być nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — i to zarówno ci, którzy w chwili nabycia akcji posiadają już status akcjonariusza, jak i ci, którzy dopiero zamierzają takie akcje nabyć. W celu ustalenia, czy został osiągnięty określony próg ogólnej liczby głosów, którego przekroczenie wymaga dokonania zawiadomienia, uwzględnia się akcje dotychczas posiadane oraz te, które dany podmiot dopiero zamierza nabyć. Wobec braku określenia przez prawodawcę formy takiego porozumienia wydaje się, że może być ono zarówno ustne, jak i pisemne⁴³.

Podzielone jest stanowisko przedstawicieli doktryny w zakresie formy prawnej tego rodzaju porozumienia. Ponieważ nie ma jasnej regulacji pojęcia porozumienia na potrzeby obowiązku dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, niektórzy przyjmują, że porozumienie to może zostać zawarte zarówno w formie umowy prawa cywilnego, jak i innych uzgodnień dokonanych w dowolnej formie, które nie obejmują relacji obligacyjnych, a tylko odnoszą się do wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁴⁴. Z kolei Michał Romanowski tego rodzaju uzgodnień nie kwalifikuje jako umowy w sensie ścisłym i nie przypisuje im charakteru porozumienia⁴⁵.

W ramach postulatów *de lege ferenda* w doktrynie wskazuje się na konieczność doprecyzowania treści art. 54 ust. 7 u.f.i. poprzez objęcie pojęciem porozumienia umów czy wzajemnych uzgodnień w jakiegokolwiek formie, jeżeli ich skutkiem jest zmiana rozkładu sił na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy

43 M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157..., s. 637.

44 Ibidem, s. 638.

45 M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 864.

inwestycyjnych bądź wzmocnienie osobistych uprawnień stron porozumienia wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub jego organów⁴⁶.

Przy czym odwołując się do koncepcji prawodawcy racjonalnego, można tego rodzaju postulat podać w wątpliwość. Możliwe jest, że zamiarem ustawodawcy było szerokie ujęcie porozumienia bez wskazywania konkretnych jego rodzajów tak, aby jak najwięcej stanów faktycznych mogło zostać zakwalifikowanych. Skoro bowiem prawodawca nie wprowadza definicji legalnej, to być może zakłada znaczenie z języka powszechnego. Zgodnie z zasadą, że w przypadku braku definicji legalnej w celu dokonania interpretacji przepisu można sięgnąć do znaczenia danego pojęcia w języku ogólnym.

Głosy doktryny odnośnie do przyjęcia stałego i nieincydentalnego charakteru porozumienia pojawiają się w efekcie wykładni instytucji porozumienia uregulowanego w ustawie o ofercie publicznej⁴⁷. Należy dodatkowo zauważyć, że regulacja ta może obejmować swoim zakresem sytuację wykonywania prawa głosu z akcji, o jakim mowa również w ustawie o funduszach inwestycyjnych, według której zarówno towarzystwo funduszy inwestycyjnych może posiadać status spółki publicznej, jak i jego akcjonariuszem potencjalnie może być spółka publiczna.

Przesłankę działania w porozumieniu jako element stanu faktycznego możliwego nabycia akcji (zamiaru) na etapie stanowienia prawa należy ocenić bardzo pozytywnie. Pozwala ona bowiem na faktyczne uchwycenie rozkładu sił na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jednakże na etapie stosowania prawa w regulacji tej można zauważyć znaczący stopień jej pozorności, wynikający — w mojej ocenie — z pojawiających się trudności dowodowych.

Biorąc pod uwagę fakt, że tego rodzaju porozumienie może przybrać w zasadzie dowolną formę, nietrudno wyobrazić sobie sytuację, w której określone podmioty czynią ustalenia co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, np. w zakresie wyboru konkretnych członków rady nadzorczej spółki, a dla zachowania pozorności, czy też zwiększenia stopnia wątpliwości co do istnienia porozumienia, jednocześnie w innych kwestiach czynią ustalenia, które *prima facie* wskazują na brak istnienia porozumienia pomiędzy nimi (np. poprzez ustalenie odmiennego kierunku głosowania w danej sprawie).

Powyższe może mieć szczególne znaczenie w przypadku, gdy towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest jednocześnie spółką publiczną lub jego jedyny lub większościowy akcjonariusz posiada taki status. Możliwy jest bowiem scenariusz

46 Tak M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157..., s. 639.

47 Poglądy te zostały przywołane w rozdziale 1, z tego względu w tym miejscu nie będą powielane.

zakładający, że w spółce publicznej Z na walnym zgromadzeniu akcjonariusz X, posiadający znaczny pakiet akcji, zgłasza kilku kandydatów na członków rady nadzorczej tej spółki, a akcjonariusz Y, również posiadający znaczny pakiet akcji, zgłasza jednego kandydata na członka rady nadzorczej spółki, przy braku obecności 100% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Akcjonariusze X i Y łącznie mogą posiadać ponad 50% głosów obecnych na walnym zgromadzeniu. Faktycznie mogą działać oni w porozumieniu w zakresie głosowania na walnym zgromadzeniu co do powołania do rady nadzorczej spółki kandydatów zgłoszonych przez akcjonariusza X — w ten sposób, że w głosowaniu nad uchwałą w sprawie powołania tych kandydatów do składu rady nadzorczej spółki akcjonariusz X oraz akcjonariusz Y oddadzą głosy „za”. Jednocześnie ich działanie w porozumieniu może obejmować głosowanie nad uchwałą w sprawie powołania do składu rady nadzorczej spółki kandydata zgłoszonego przez akcjonariusza Y, przy czym uzgodniony kierunek głosowania nad tą uchwałą obejmuje oddanie głosu „za” przez akcjonariusza Y oraz głosu „przeciw” przez akcjonariusza X. Pozornie może się wydawać, że akcjonariusze X i Y nie działają w porozumieniu co do wykonywania prawa głosu, nie głosowali bowiem w ten sam sposób w kwestii kandydata zgłoszonego przez akcjonariusza Y, w rzeczywistości jednak taki właśnie mógł być zakres porozumienia, a działanie to miało na celu wprowadzenie wątpliwości co do jego istnienia. Z tego względu wątpliwości może budzić zasadność przyjmowania jedynie stałego, nieincydentalnego charakteru porozumienia, gdyż w takim ujęciu instytucja porozumienia w praktyce może nie znaleźć zastosowania lub mieć je tylko sporadycznie.

2.2.2.5. Podmiot zagraniczny

Zgodnie z dyspozycją art. 54e ust. 1 u.f.i. podmiot składający zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie przekraczającej określony próg ogólnej liczby głosów, jeżeli jego miejsce zamieszkania lub siedziba znajdują się poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej, zobowiązany jest ustanowić na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej pełnomocnika do doręczeń w toku postępowania w przedmiocie złożonego zawiadomienia o takim zamiarze. Obowiązek ten dotyczy wszystkich podmiotów zagranicznych, tj. podmiotów zarówno z państw członkowskich Unii Europejskiej, jak i z państw trzecich.

Rozwiązanie w powyższym zakresie stanowi *lex specialis* w stosunku do art. 40 § 4 ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego⁴⁸, zgodnie z którym strona postępowania administracyjnego, która nie ma

48 Dz.U. z 1960 r. Nr 30 poz. 168 z późn. zm., w skrócie: k.p.a.

miejsca zamieszkania lub zwykłego pobytu albo siedziby w Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli nie ustanowiła pełnomocnika do prowadzenia sprawy zamieszkałego w Rzeczypospolitej Polskiej i nie działa za pośrednictwem konsula Rzeczypospolitej Polskiej, jest obowiązana wskazać w Rzeczypospolitej Polskiej pełnomocnika do doręczeń, chyba że doręczenie następuje za pomocą środków komunikacji elektronicznej. Ustanowienie pełnomocnika w postępowaniu administracyjnym w realizacji dyspozycji art. 40 § 4 k.p.a. nie wypełnia jednak obowiązku wskazanego przez art. 54e u.f.i., który stanowi regulację odrębną i szczególną w tym zakresie⁴⁹.

W przypadku niedopełnienia powyższego obowiązku pisma w toku postępowania administracyjnego pozostawia się w aktach sprawy ze skutkiem doręczenia, o czym Komisja Nadzoru Finansowego informuje pisemnie podmiot składający zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Przy czym nie dotyczy to sytuacji doręczenia decyzji kończącej postępowanie w przedmiocie zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Taka decyzja doręczana jest na adres zamieszkania albo siedziby podmiotu składającego zawiadomienie, niezależnie od faktu czy znajduje się on na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, czy poza jej granicami. W tej samej formie powinna zostać przekazana pisemna informacja Komisji Nadzoru Finansowego o skutkach niedopełnienia obowiązku ustanowienia pełnomocnika do doręczeń, co wynika z zasady zapewnienia gwarancji ochrony praw podmiotu składającego zawiadomienie⁵⁰.

Pełnomocnikiem do doręczeń może być wyłącznie osoba fizyczna posiadająca pełną zdolność do czynności prawnych. Zgodnie z ogólną regułą postępowania administracyjnego wyrażoną w art. 41 § 1 k.p.a. pełnomocnik do doręczeń jest zobowiązany informować organ administracji publicznej o każdej zmianie swojego adresu zamieszkania (w tym adresu elektronicznego), do której dochodzi w toku postępowania.

Po ustanowieniu pełnomocnika do doręczeń wszelkie pisma dostarczane są wyłącznie pełnomocnikowi. Przepis nie wyklucza również ustanowienia kilku pełnomocników do doręczeń, jednak w takiej sytuacji odpowiednie zastosowanie znajduje art. 40 § 2 k.p.a., zgodnie z którym pisma doręczane są tylko jednemu z pełnomocników, który może zostać wskazany przez podmiot składający zawiadomienie. Natomiast w przypadku niewskazania pełnomocnika do

49 Zob. szerzej: P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 1179.

50 M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157..., s. 679; M. Mataczyński, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015, s. 1077.

doręczeń pisma przeznaczone dla tej strony pozostawia się w aktach sprawy ze skutkiem doręczenia, o czym stronę należy pouczyć przy pierwszym doręczeniu. Strona powinna być również pouczona o możliwości złożenia odpowiedzi na pismo wszczynające postępowanie, składania wyjaśnień na piśmie oraz w zakresie podmiotów, które mogą zostać ustanowione pełnomocnikiem.

2.2.2.6. Wyłączenie podmiotowe od obowiązku dokonania zawiadomienia

Zgodnie z art. 54 ust. 9 u.f.i. przepisu art. 54 ust. 1 u.f.i. (dotyczącego obowiązku dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych) nie stosuje się, w przypadku gdy nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych dokonywane jest przez bank krajowy⁵¹, instytucję kredytową⁵², dom maklerski lub firmę inwestycyjną mającą siedzibę na terytorium państwa członkowskiego⁵³ w ramach realizacji umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 5 u.o.p., jeżeli:

- 1) prawa z akcji nie są wykonywane w celu ingerencji w zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych oraz
- 2) akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych zostaną zbyte w ciągu roku od dnia ich nabycia.

Ustawodawca z zakresu przedmiotowego obowiązku dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wyłącza zatem sytuację, w której określone podmioty bezpośrednio nadzorowane przez

51 Zgodnie z art. 2 pkt 15 u.f.i. przez bank krajowy rozumie się bank, o którym mowa w art. 4 ust. 1 pkt 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. — Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. Nr 140 poz. 939 z późn. zm.), w skrócie: Pr.Bank., zgodnie z którym przez bank krajowy rozumie się bank mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

52 Zgodnie z art. 2 pkt 17 u.f.i. przez instytucję kredytową rozumie się instytucję kredytową — o której mowa w art. 4 ust. 1 pkt 17 Pr.Bank., który z kolei odsyła do art. 4 ust. 1 pkt 1 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, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 — mającą siedzibę na terytorium innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego (Dz.Urz. UE L 2013.176.1 z 27.06.2013), dalej jako: rozporządzenie nr 575/2013, zgodnie z którym instytucja kredytowa to przedsiębiorstwo, którego działalność polega na przyjmowaniu depozytów pieniężnych lub innych funduszy podlegających zwrotowi od klientów oraz na udzielaniu kredytów na swój własny rachunek.

53 Zgodnie z art. 3 pkt 33 u.o.i.f. przez firmę inwestycyjną rozumie się dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

Komisję Nadzoru Finansowego realizują postanowienia zawartej uprzednio inwestycyjnej umowy o gwarancję emisji. Obowiązek ten nie dotyczy bowiem przypadku, gdy nabycie akcji dokonywane jest przez bank krajowy, instytucję kredytową, dom maklerski lub firmę inwestycyjną z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, w wykonaniu umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 5 u.o.p., jeżeli prawa z akcji nie są wykonywane w celu ingerencji w zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych oraz akcje zostaną zbyte w ciągu roku od dnia ich nabycia.

Warto zwrócić uwagę, że w ramach poprzednio obowiązującego stanu prawnego, tj. do dnia 30 listopada 2019 r., gdy zamiast umowy o gwarancję emisji ustawa o ofercie publicznej przewidywała dwie różne umowy subemisyjne (umowę o subemisję usługową oraz umowę o subemisję inwestycyjną)⁵⁴, liberalizacja przepisów w zakresie wyłączenia od obowiązku dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych dotyczyła realizacji zawartej umowy o subemisję inwestycyjną i nie obejmowała swym zakresem umowy o subemisję usługową. Na mocy art. 1 pkt 13 ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw⁵⁵ uchylono art. 4 pkt 12 i 13 u.o.p., które dotychczas normowały odpowiednio instytucję subemitenta inwestycyjnego i subemitenta usługowego. Konstrukcje prawne umów o subemisję inwestycyjną i subemisję usługową na mocy art. 14a u.o.p., dodanego przez art. 1 pkt 14 ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej, zastąpiono przez zbiorcze pojęcie umowy o gwarancję emisji. Zostało ono zdefiniowane w art. 4 pkt 13a u.o.p., zgodnie z którym jest to umowa między emitentem lub oferującym a gwarantem emisji, w której gwarant emisji zobowiązuje się do zapewnienia dojścia do skutku emisji lub sprzedaży papierów wartościowych w drodze oferty publicznej.

Jak wskazuje projektodawca w uzasadnieniu do projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej, definicje legalne subemitenta inwestycyjnego i subemitenta usługowego zostały uchylone, gdyż „proponuje się deregulację gwarantowania emisji poprzez pozostawienie jej kształtowania przez emitenta i podmioty gwarantujące, przede wszystkim w oparciu o przepisy prawa cywilnego”⁵⁶.

54 Zob. M. Pawełczyk, *Charakter prawny umowy o subemisję*, „Rejent” 2002, nr 11, s. 168—169; A.W. Wiśniewski, *Wybrane problemy tak zwanej gwarancji emisji*, „Glosa” 1995, nr 12, s. 1—4.

55 Dz.U. z 2019 r. poz. 2217 z późn. zm., dalej zwana ustawą o zmianie ustawy o ofercie publicznej.

56 Zob. Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 6 sierpnia 2019 r., Druk nr 3755, s. 6, <http://>

Natomiast dodanie art. 14a u.o.p. i uchylenie art. 15 u.o.p. miało „na celu odejście od ustawowego kształtowania relacji emitenta z podmiotem zabezpieczającym dojsię oferty [publicznej — przyp. autora] do skutku na rzecz pozostawienia stronom swobody w kształtowaniu tego stosunku w oparciu o przepisy prawa cywilnego i praktykę rynkową. Na poziomie ustawowym proponuje się jedynie pozostawienie przepisów regulujących aspekty zasadnicze (np. kwestia, które podmioty mogą odgrywać rolę gwaranta emisji) lub specyficzne (np. oferowanie prawa do objęcia papierów [wartościowych — przyp. autora]) dla zapewnienia bezpieczeństwa obrotu”⁵⁷.

W kontekście wprowadzonych w ustawie o ofercie publicznej zmian w zakresie umowy o gwarancję emisji należy wskazać, że ustawodawca wobec uchylenia art. 4 pkt 12 i 13 u.o.p., tj. odpowiednio: definicji legalnej subemitenta usługowego i subemitenta inwestycyjnego, nie wprowadza nowej ogólnej definicji gwaranta emisji. Prawodawca pojęcie to definiuje, co prawda, w art. 4 pkt 3 lit. b u.o.p. jako podmiot, który w umowie o gwarancję emisji zawartej przez emitenta zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości albo części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej. Nie jest to jednak definicja samodzielna ani kompletna. Po pierwsze, została wprowadzona do definicji legalnej obrotu pierwotnego dla wskazania sytuacji, w której można mówić o obrocie pierwotnym. Po drugie, definicja ta obejmuje swym zakresem wyłącznie przypadek zawarcia umowy o gwarancję emisji, o jakiej mowa w art. 14a ust. 1 u.o.p., stanowiącej niejako odpowiednik dawnej umowy o subemisję usługową, przy czym zawartą wyłącznie z emitentem. Pomija przy tym umowę o gwarancję emisji, o jakiej mowa w art. 14a ust. 2 i 5 u.o.p., w którym zakresowo umowie o gwarancję emisji, o jakiej mowa w art. 14a ust. 2 u.o.p., odpowiada dawna umowa o subemisję usługową, ale zawarta wyłącznie ze sprzedającym⁵⁸,

orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/3C95C7B5011A9AB4C1258451004A3BC2/%24File/3755.pdf (dostęp: 14.06.2020).

⁵⁷ Ibidem, s. 10.

⁵⁸ Do dnia wejścia w życie ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej zgodnie z art. 4 pkt 7 u.o.p. przez sprzedającego rozumiano właściciela papierów wartościowych dokonującego oferty publicznej. Na mocy art. 1 pkt 4 lit. f ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej przepis ten został uchylony. Pojęcie sprzedającego od 30 listopada 2019 r. zastąpione zostało pojęciem oferującego. Przepis art. 1 pkt 4 lit. g ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej, zgodnie z którym przez oferującego rozumie się oferującego w rozumieniu art. 2 lit. i Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12), zgodnie z którym „oferujący” oznacza podmiot prawny lub osobę fizyczną, która publicznie oferuje papiery wartościowe.

natomiast umowie o gwarancję emisji, o jakiej mowa w art. 14a ust. 5 u.o.p., odpowiada dawna umowa o subemisję inwestycyjną.

Do dnia 30 listopada 2019 r. wyłączenie od obowiązku zgłoszenia zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych dotyczyło tylko przypadku realizacji umowy o subemisję inwestycyjną, a jednocześnie nie obejmowało subemisji usługowej. W wyniku modyfikacji wprowadzonych do ustawy o ofercie publicznej w kwestii gwarantowania emisji zmianie uległa również treść art. 54 ust. 9 u.f.i. wprowadzającego wyłączenie w tym zakresie. Jednakże wobec braku rozróżnienia terminologicznego w odniesieniu do umowy o gwarancję emisji ustawodawca w art. 54 ust. 9 u.f.i. odwołuje się do umowy o gwarancję emisji, o jakiej mowa w art. 14a ust. 5 u.o.p., która — jak już wcześniej była mowa — stanowi m.in. odpowiednik funkcjonującej w poprzednim stanie prawnym umowy o subemisję inwestycyjną. Wobec powyższego — pomimo zasadniczych zmian w ustawie o ofercie publicznej w kwestii gwarantowania emisji — regulacja ustawy o funduszach inwestycyjnych w zakresie braku wyłączenia od obowiązku dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przypadku, gdy nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych dokonywane jest w ramach realizacji umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 1 i 2 u.o.p. (odpowiednik umowy o subemisję usługową w poprzednio obowiązującej regulacji), zasadniczo odpowiada treści przepisu art. 54 ust. 9 u.f.i. przed przedmiotową zmianą ustawy o ofercie publicznej.

Objęcie wyłączeniem od obowiązku zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jedynie przypadku, gdy nabycie akcji stanowi wykonanie umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 5 u.o.p. (dawniej subemisji inwestycyjnej), może *prima facie* budzić wątpliwości co do racjonalności prawodawcy w tym zakresie. W przypadku bowiem subemisji inwestycyjnej podmiot będący stroną umowy zobowiązywał się do nabycia na własny rachunek całości lub części akcji oferowanych w ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów, natomiast w przypadku subemisji usługowej (obecnie art. 14a ust. 1 i 2 u.o.p.) mamy do czynienia z nabyciem na własny rachunek akcji danej emisji, oferowanych wyłącznie podmiotowi będącemu stroną umowy o gwarancję emisji, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej. Ustawodawca możliwość skorzystania z wyjątku dopuszcza w sytuacji, gdy wobec realizacji umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 5 u.o.p. (dawniej subemisję inwestycyjną), określony podmiot będący stroną tej umowy nie będzie wykonywał praw z akcji w celu ingerencji w zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a same akcje zostaną zbyte w ciągu roku od dnia ich nabycia.

Prawodawca postanawia w tym przypadku zawęzić krąg podmiotów mogących skorzystać z wyłączenia od obowiązku zgłoszenia zamiaru nabycia akcji

towarzystwa funduszy inwestycyjnych do banku krajowego, instytucji kredytowej, domu maklerskiego lub firmy inwestycyjnej z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego. Pomija jednocześnie pozostałe podmioty, które mogą być stroną umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 5 u.o.p. (dawniej subemisji inwestycyjnej), tj. fundusz inwestycyjny, alternatywną spółkę inwestycyjną zarządzaną przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia, otwarty fundusz emerytalny, bank inny niż krajowy, zakład ubezpieczeń, polską lub zagraniczną instytucję finansową mającą siedzibę w państwie należącym do OECD czy w państwie członkowskim lub konsorcjum tych podmiotów. Powyższe prowadzi do wniosku, że podmioty te — pomimo że będą odgrywały rolę gwaranta emisji i prawa z nabytych przez nie akcji nie będą wykonywane w celu ingerencji w zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a same akcje zostaną zbyte w ciągu roku od dnia ich nabycia — zobowiązane będą do złożenia stosownego zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Warunek w postaci konieczności zbycia akcji w określonym terminie od dnia ich nabycia w uprzednio obowiązującej konstrukcji prawnej umowy o subemisję inwestycyjną był zbieżny z podstawowym celem również umowy o subemisję usługową. Brak konieczności zgłoszenia zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych ustawodawca wiąże z przejściowym stanem bycia akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Z tego względu zastanawiający jest brak wyłączenia obowiązku zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji w wyniku realizacji umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 1 i 2 u.o.p. (dawniej umowy o subemisję usługową), a której podstawowym celem jest dalsze zbywanie akcji nabytych w ofercie publicznej.

Uzasadnienia braku tego rodzaju wyłączenia można poszukiwać w konsekwencjach, jakie niesie z sobą wykonanie umowy o subemisję usługową, czyli w fakcie, że chociaż podstawowym celem umowy jest dalsze zbycie akcji, to jednak nie wyłącza to sytuacji, w której subemitent usługowy nie dokona zbycia wszystkich akcji i sam pozostanie ich właścicielem (akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych) ze wszystkimi przysługującymi akcjonariuszowi prawami, w tym realnego wpływu na zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych. O ile bowiem gwarant emisji w wykonaniu umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 1 i 2 u.o.p. (dawniej subemitent usługowy), przeprowadza dalszą subskrypcję bądź sprzedaż akcji, to w sytuacji, gdy nie uda mu się uplasować wszystkich nabytych akcji, ponosi on ryzyko pozostania właścicielem subskrybowanych uprzednio papierów wartoś-

ciowych⁵⁹. W doktrynie prawa rynku kapitałowego wskazywano, że subemisja usługowa miała również charakter inwestycyjny, subemitent usługowy musiał się bowiem liczyć z faktem, że nie wszystkie papiery wartościowe danej emisji zostaną nabyte przez inwestorów, a w konsekwencji albo sam pozostanie ich posiadaczem, albo może podjąć próbę ich zbycia na rynku wtórnym⁶⁰. Pogląd ten pozostaje aktualny *de lege lata*, tj. po zmianie nomenklatury z umowy o subemisję na umowę o gwarancję emisji i podziale takich umów zasadniczo na trzy rodzaje, tj. te, o których mowa w art. 14a ust. 1 u.o.p., w art. 14a ust. 2 u.o.p. oraz w art. 14a ust. 5 u.o.p.

Na gruncie powyższego można jednak postawić pytanie, dlaczego również w przypadku wcześniejszej umowy o subemisję usługową, a obecnie umowy o gwarancję emisji, o której mowa w art. 14a ust. 1 i 2 u.o.p., ustawodawca nie zdecydował się na wprowadzenie cezurę czasowej co do obowiązku zbycia akcji, a w konsekwencji nie wyłączył takiego subemitenta usługowego (obecnie gwaranta emisji) od obowiązku zgłoszenia zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁶¹.

2.3. Zawiadomienie — zakres przedmiotowy

2.3.1. Zamiar

Zgodnie z treścią art. 54 ust. 1 u.f.i. podmiot, który zamierza pośrednio nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio: 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym, jest obowiązany

59 Tak A. Chłopecki, w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 55.

60 E. Frankowski, *Gwarantowanie emisji w prawie amerykańskim i polskim*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 2, s. 40. M. Pawełczyk, *Treść umowy subemisyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 8, s. 39.

61 Zob. A. Lichosik, *Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych a działania administracji publicznej*, w: *Prawo cywilne i handlowe w działaniach administracji. Stanowienie, wykładnia i stosowanie*, red. G. Kozieł, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Administracji, Lublin 2018, s. 246—248. W podobnym kierunku, w zakresie istoty umowy o subemisję usługową w kontekście obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki publicznej, jeszcze na gruncie przepisów ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. Nr 118 poz. 754 z późn. zm.), wypowiedział się M. Pawełczyk (*Nabycie znacznych pakietów akcji przez subemitenta*, „Prawo Spółek” 2003, nr 1, s. 54).

każdorazowo zawiadomić Komisję Nadzoru Finansowego o zamiarze ich nabycia.

Obowiązek zawiadomienia organu nadzoru powstaje wyłącznie w przypadku, gdy zamiar nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych ma charakter skonkretyzowany. W doktrynie prawa rynku kapitałowego wskazuje się wprost, że przesłanka powstania zamiaru będzie spełniona wówczas, gdy zamiar zostanie skonkretyzowany⁶². Zamiar ten nie będzie miał skonkretyzowanej postaci, jeżeli będzie to wyłącznie ogólnie zarysowana koncepcja dotycząca nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Obowiązek zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji nie będzie zatem dotyczył zamiaru niedookreślonego, którego prawdopodobieństwo ziszczenia się jest niewielkie (marginalne)⁶³.

Przekładając ten warunek na konkretne stany faktyczne, należy wskazać, że podmiot zainteresowany nabyciem znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinien wystąpić do Komisji Nadzoru Finansowego z wnioskiem o wszczęcie postępowania — na podstawie art. 54 ust. 1 u.f.i. — na etapie sformalizowania i powstania struktury transakcji nabycia akcji. W obrocie gospodarczym może to być moment podpisania listu intencyjnego, zawarcia umowy przedwstępnej czy zawarcia umowy sprzedaży akcji pod warunkiem zawieszającym w postaci braku wniesienia przez organ nadzoru sprzeciwu co do nabycia akcji⁶⁴. Jeżeli transakcja nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa

62 Tak na gruncie analogicznej regulacji zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji domu maklerskiego, jaką przewiduje art. 106 ust. 1 u.o.i.f., zob. P. Wajda, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 1172; F. Elżanowski, *Wątpliwości prawne związane z obrotem akcjami domów maklerskich na tle art. 106 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, „Monitor Prawniczy” 2014, nr 17, s. 913—918.

63 B. Kozłowska-Chyła, P. Wajda, *Nabycie znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — analiza prawna ze szczególnym uwzględnieniem instytucji sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego (cz. 1)*, „Business Law Journal” 2020, vol. 4, s. 6.

64 Na tego rodzaju sytuację wskazuje praktyka obrotu, zob. Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 23 lipca 2019 r., w której Komisja Nadzoru Finansowego stwierdziła brak podstaw do zgłoszenia sprzeciwu wobec zamiaru bezpośredniego nabycia przez ING Investment Holding (Polska) SA z siedzibą w Katowicach oraz pośredniego nabycia przez ING Groep NV. z siedzibą w Amsterdamzie akcji NN Investment Partners Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA w liczbie zapewniającej przekroczenie jednej trzeciej udziału w kapitale zakładowym NN Investment Partners TFI SA oraz przekroczenia jednej trzeciej ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu NN Investment Partners TFI SA. Zawiadomienie o powyższym zamiarze zostało złożone w związku z zawarciem 18 grudnia 2018 r. warunkowej umowy sprzedaży akcji NN Investment Partners TFI SA, na mocy której ING Investment Holding (Polska) SA nabędzie od dotychczasowego jedyne go akcjonariusza towarzystwa — NN Investment Partners International Holding B.V. z siedzibą w Hadze — akcje stanowiące 45% udziału w kapitale zakładowym i 45% w głosach na walnym zgromadzeniu towarzystwa; <https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komuni>

funduszy inwestycyjnych będzie dotyczyła towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadającego status spółki publicznej, a wielkość pakietu będzie powodowała także realizację odpowiednich obowiązków wezwaniowych, o czym szerzej w rozdziale 3, konkretyzacja zamiaru nastąpi jeszcze przed ogłoszeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Takie stanowisko doktryny potwierdza linia orzecznicza. Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie w wyroku z dnia 8 lutego 2011 r. wyjaśnia, że przepis art. 54 u.f.i. wskazuje, iż zawiadomienie ma charakter uprzedni w stosunku do faktu nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Co oznacza, że obowiązek ten realizuje się w momencie planowania, kiedy strona czynności prawnej, w wyniku której dojdzie do nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, działa w przekonaniu, że nabycie tych akcji faktycznie nastąpi. Przyjęcie tego rodzaju konstrukcji prawnej, tj. ustanowienie obowiązku zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji, a nie o fakcie ich nabycia, ma umożliwić organowi nadzoru skorzystanie z prawa do wniesienia sprzeciwu. Jeżeli w wyniku otrzymanego zawiadomienia Komisja Nadzoru Finansowego zgłosi sprzeciw wobec planowanego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, to w rzeczywistości nie dojdzie do zrealizowania zamiaru w przedmiocie nabycia akcji, podczas gdy obowiązek poinformowania o zamiarze nabycia już powstał. Z tego względu obowiązek zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego „powstaje, gdy ten, na kim taki obowiązek spoczywa, ma zamiar oraz jest przeświadczony, że nastąpi [...] nabycie przez niego akcji towarzystwa i tym samym nastąpi realizacja tegoż zamiaru”⁶⁵.

Również w wyroku z dnia 24 października 2013 r. Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie wskazuje, że brak poinformowania Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

kat_KNF_23_07_2019_66627.pdf (dostęp: 4.05.2021) oraz Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 11 czerwca 2019 r., w której Komisja Nadzoru Finansowego stwierdziła brak podstaw do zgłoszenia sprzeciwu wobec zamiaru bezpośredniego nabycia przez Generali CEE Holding B.V. oraz pośredniego nabycia przez Assicurazioni Generali S.p.A. akcji Union Investment Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA w liczbie zapewniającej przekroczenie 50% udziału w kapitale zakładowym Union Investment TFI SA oraz przekroczenie 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Union Investment TFI SA. Zawiadomienie o powyższym zamiarze zostało złożone w związku z zawarciem 22 października 2018 r. przez Generali CEE Holding B.V. oraz Union Asset Management Holding AG — jedyne akcjonariusza Union Investment TFI SA — warunkowej umowy sprzedaży akcji Union Investment TFI SA; https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_11_06_2019_66126.pdf (dostęp: 4.05.2021).

65 Zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 lutego 2011 r., sygn. akt: VI SA/Wa 2421/10, Legalis nr 360332.

pozbawia organ nadzoru „prawa do prewencyjnego zgłoszenia sprzeciwu, jeżeli nabycie miałoby negatywny wpływ” na funkcjonowanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub mogło utrudniać wykonywanie nadzoru, a tego rodzaju naruszenie art. 54 u.f.i. mogłoby narazić na niebezpieczeństwo środki inwestorów zgromadzone w funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez to towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Podkreśla się przy tym, że „podmiot, który zamierza prowadzić działalność gospodarczą w sferze objętej szczególną ochroną Państwa, a do takiej należy rynek kapitałowy i podmioty nadzorowane, powinien zachować szczególną ostrożność, aby uniknąć wejścia w życie w konflikt z normami służącymi zapewnieniu KNF odpowiednich środków wykonawczych”⁶⁶.

Ponadto, jak wskazuje Naczelny Sąd Administracyjny, wobec faktu, że obowiązek zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych powstaje jeszcze w momencie planowania transakcji, bez znaczenia pozostaje fakt, czy ostatecznie dojdzie do realizacji tego zamiaru. „Naruszeniem wspomnianego obowiązku jest samo niezawiadomienie Komisji Nadzoru Finansowego o powziętym zamiarze, a nie dopiero uzyskanie tytułu własności do akcji bez wcześniejszej notyfikacji”⁶⁷.

2.3.2. Treść zawiadomienia

Ustawodawca nie określa, w jakiej formie należy dokonać zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o którym mowa w art. 54 ust. 1 u.f.i. Próbę określenia tej formy doktryna podejmuje, sięgając do celowościowo zbliżonej regulacji prawnej, tj. obowiązku zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji domu maklerskiego w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednich progów ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym, określonych w art. 106 ust. 1 u.o.i.f. Zgodnie bowiem z art. 106 ust. 1 u.o.i.f. podmiot, który zamierza, bezpośrednio lub pośrednio, nabyć albo objąć akcje lub prawa z akcji domu maklerskiego w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym, jest obowiązany każdorazowo zawiadomić Komisję Nadzoru Finansowego o zamiarze ich nabycia albo objęcia⁶⁸.

66 Zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 24 października 2013 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1057/13, Legalis nr 1300550.

67 Zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 15 kwietnia 2015, sygn. akt: II GSK 450/14, Legalis nr 1311048.

68 Odnośnie do wymogów zawiadomienia o zamiarze bezpośredniego lub pośredniego nabycia lub objęcia akcji domu maklerskiego na gruncie analogicznej regulacji zawartej w art. 106 u.o.i.f.

Zawiadomienie na gruncie art. 106 i n. u.o.i.f. doktryna prawa rynku kapitałowego postrzega w charakterze podania, o jakim mowa w art. 63 k.p.a., a w konsekwencji wskazuje się, że niezależnie od wymogów określonych przez art. 106—106b u.o.i.f. zawiadomienie takie powinno spełniać warunki określone w art. 63 k.p.a.⁶⁹ Podobnie w przypadku instytucji prawnej zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jako administracyjnoprawnej formie regulacji uzasadnione wydaje się, aby zawiadomienie to umieścić w kategorii podania w rozumieniu art. 63 k.p.a. Z tego względu zgodnie z art. 63 § 2 k.p.a. powinno ono zawierać wskazanie osoby, od której pochodzi, jej adres i żądanie (okoliczności podlegające zgłoszeniu) oraz spełniać inne wymagania ustalone w przepisach szczególnych, tj. w art. 54 i n. u.f.i. W konsekwencji, w przypadku braków formalnych zawiadomienia odpowiednie zastosowanie znajdzie art. 64 k.p.a. Jeżeli zatem w zawiadomieniu nie wskazano adresu podmiotu składającego zawiadomienie i nie ma możliwości ustalenia tego adresu na podstawie informacji posiadanych przez organ administracji publicznej, podanie pozostawia się bez rozpoznania. Natomiast jeżeli zawiadomienie nie spełnia innych wymagań ustalonych w przepisach prawa, należy wezwać podmiot składający zawiadomienie do usunięcia braków formalnych w wyznaczonym terminie, nie krótszym niż siedem dni, i pouczyć go, że nieuzupełnienie tych braków spowoduje pozostawienie podania bez rozpoznania⁷⁰.

W przypadku wystąpienia braków merytorycznych obejmujących informacje i dokumenty, o jakich mowa w art. 54b u.f.i., Komisja Nadzoru Finansowego wzywa zawiadamiającego do ich uzupełnienia na podstawie art. 54g u.f.i., pod rygorem zgłoszenia sprzeciwu co do nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Odpowiednie stosowanie przepisów ustawy Kodeks postępowania administracyjnego powoduje, że zgodnie z regulacją art. 76a k.p.a. wszystkie dokumenty stanowiące załączniki do zawiadomienia powinny mieć formę oryginału lub uwierzytelnionej kopii.

Odnosząc się do charakteru dokumentów wymaganych do przedstawienia organowi nadzoru wraz ze złożeniem zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, należy wskazać, że katalog tych dokumentów ustawodawca dzieli na dwie kategorie. Do pierwszej zaliczyć należy

zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 20 czerwca 2013 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1102/13, Legalis nr 791126.

69 Por. P. Wajda, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 984 i n.; A. Wróbel, w: A. Wróbel, M. Jaśkowska, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009, s. 366.

70 Zob. B. Kozłowska-Chyła, P. Wajda, *Nabycie znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — analiza prawna ze szczególnym uwzględnieniem instytucji sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego (cz. 2)*, „Przeгляд Ustawodawstwa Gospodarczego” 2020, nr 5, s. 16.

informacje o charakterze generalnym, które dotyczą wszystkich podmiotów składających zawiadomienie, do drugiej natomiast — informacje wymagane wyłącznie od niektórych grup podmiotów.

Zgodnie z art. 54a ust. 1 i 2 u.f.i. podmiot składający zawiadomienie wraz z zawiadomieniem przekazuje:

- 1) informację o posiadanych bezpośrednio lub pośrednio akcjach lub prawach z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którego dotyczy zawiadomienie⁷¹;
- 2) informację o podmiotach dominujących wobec podmiotu składającego zawiadomienie;
- 3) informację o zawartych przez ten podmiot porozumieniach;
- 4) informację o pozostawaniu przez ten podmiot w stanach faktycznych lub prawnych pozwalających innym podmiotom na wykonywanie praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub wykonywanie uprawnień podmiotu dominującego towarzystwa funduszy inwestycyjnych;
- 5) informację o sposobie realizacji zamiaru, którego dotyczy zawiadomienie;
- 6) dowody wskazujące na istnienie zamiaru objętego zawiadomieniem, w szczególności stosowną umowę lub porozumienie, a w przypadku gdy zamiar ma zostać zrealizowany na rynku regulowanym — stosowne oświadczenie w tym zakresie.

(Ad 1) Odnosnie do przekazania informacji o posiadanych akcjach lub prawach z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych ustawodawca ogranicza się do informacji o posiadanych bezpośrednio lub pośrednio akcjach lub prawach z akcji. Fakt bezpośredniego posiadania akcji raczej nie budzi wątpliwości, gdyż za taki podmiot należy uznać podmiot będący posiadaczem rachunku papierów wartościowych, na którym zapisane są akcje zdematerializowane, bądź też akcjonariusza wpisanego poprzednio do księgi akcyjnej, a obecnie — po nowelizacji ustawy Kodeks spółek handlowych — do rejestru akcjonariuszy prowadzonego przez uprawnioną do tego firmę inwestycyjną.

Nie jest jednak jasne, w jakiej sytuacji akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych będą posiadane pośrednio, w szczególności czy w tym przypadku zastosowanie znajdzie definicja pośredniego nabycia akcji wprowadzona

⁷¹ Warto zaznaczyć, że w myśl art. 54n u.f.i. podmiot nabywający akcje w trybie art. 54 ust. 1 u.f.i. jest obowiązany poinformować towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którego akcji dotyczy transakcja nabycia, o nabyciu akcji. Obowiązek ten powinien zostać wykonany w terminie 14 dni od dnia nabycia akcji. Rozwiązanie tego rodzaju ma na celu zapewnienie towarzystwu funduszy inwestycyjnych jako spółce prawa handlowego bieżącej i aktualnej informacji w zakresie struktury akcjonariatu, co zbliża tę regulację do obowiązku zawiadamiania o nabyciu znacznego pakietu akcji spółki publicznej (art. 69 i n. u.o.p.).

w art. 54 ust. 2 u.f.i. Nie wydaje się to uzasadnione, nie mamy bowiem w tym przypadku do czynienia z nabywaniem akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, lecz ze stanem faktycznym, w którym akcje znajdują się już w posiadaniu określonego podmiotu, czy mogły zostać nabyte przed wejściem w życie regulacji prawnej wprowadzającej definicję legalną pośredniego nabycia akcji. Być może zatem dla określenia „pośredniego posiadania” należy stosować regulacje przyjęte w ustawie o ofercie publicznej. Taki kierunek interpretacji również nie wydaje się uzasadniony, gdyż cel definicji legalnej „pośredniego nabycia akcji”, o jakim mowa w ustawie o ofercie publicznej, został jasno określony i nie będzie miał zastosowania do każdego stanu faktycznego, w którym mowa o „pośrednim nabyciu akcji”, a tylko do przypadków, do jakich mogą mieć zastosowanie przepisy ustawy o ofercie publicznej (nie dotyczy bowiem spółek niepublicznych). Potencjalnie możliwe jest również rozumienie „pośredniego posiadania” obowiązujące w ustawie Kodeks spółek handlowych, przyjmując znaczenie i interpretację funkcjonującą w doktrynie prawa handlowego. Powyższe nie zostało przez ustawodawcę jednoznacznie określone, a wobec tego nie wpływa na przejrzystość stosowania regulacji w tym zakresie, a tym bardziej na ustalenie wyniku jej interpretacji.

Do zakresu przedmiotowego katalogu praw z akcji podlegających ujawnieniu należy zaliczyć zarówno prawa majątkowe w postaci prawa do dywidendy, prawo do udziału w masie likwidacyjnej, prawo poboru akcji nowej emisji, jak i prawa korporacyjne w postaci prawa głosu, prawa do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, prawo zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia czy prawo dostępu do informacji.

(Ad. 2) Odnośnie do wskazania podmiotu dominującego wobec podmiotu dokonującego zawiadomienia należy posłużyć się definicją przyjętą w ramach tego samego aktu prawnego, a więc zawartą w art. 2 pkt 25 u.f.i., który odsyła do regulacji z ustawy o ofercie publicznej, oraz możliwością uznania danego podmiotu za podmiot dominujący na podstawie art. 2a u.f.i. Stosunki dominacji i zależności na gruncie ustawy o ofercie publicznej i ustawy o funduszach inwestycyjnych zostały szczegółowo omówione w rozdziale 1; w tym miejscu uwagi te pozostają w pełni aktualne.

(Ad 3) W kwestii obowiązku przekazywania wraz z zawiadomieniem informacji o porozumieniach zawartych przez podmiot zawiadamiający ustawa o funduszach inwestycyjnych nie wskazuje, w jakiej formie miałyby dojść do porozumienia. Pozwala to wnioskować, że porozumienie może zostać zawarte zarówno w formie pisemnej, jak i ustnej⁷². W przypadku porozumienia zawartego

72 Zob. M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157..., s. 637; podobnie na gruncie prawa bankowego por. H. Kosiński, w: *Prawo bankowe. Komentarz*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 100—134.

w formie ustnej właściwe byłoby przedstawienie oświadczenia podmiotu składającego zawiadomienie o zawartym porozumieniu, jego stronach i zakresie przedmiotowym. W kwestii problematyki prawnej instytucji porozumienia szczegółowe uwagi zostały przedstawione w podrozdziale 2.2.2.4 i w tym miejscu pozostają w pełni aktualne.

(Ad 4) Wymóg przekazania informacji o posiadanych akcjach lub prawach z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którego dotyczy zawiadomienie, ma na celu przedstawienie dotychczasowego zaangażowania kapitałowego podmiotu składającego zawiadomienie w tym towarzystwie funduszy inwestycyjnych. Można zatem zastanawiać się, dlaczego ustawodawca nie rozciągnął tego obowiązku także na posiadane bezpośrednio lub pośrednio inne papiery wartościowe czy nawet szerzej — inne instrumenty finansowe, z których wynika prawo lub obowiązek nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak np. obligacje zamienne na akcje⁷³ czy opcje na akcje⁷⁴ towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Posiadanie tego rodzaju instrumentów finansowych nie zawsze będzie mieściło się w dyspozycji obowiązku przekazania informacji o pozostawaniu w stanach faktycznych lub prawnych pozwalających innym podmiotom na wykonywanie praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dopiero bowiem ziszczenie się warunku uruchamiającego możliwość zrealizowania opcji może spowodować powstanie prawa do nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

(Ad 5) Wymóg przekazania informacji o sposobie realizacji zamiaru, którego dotyczy zawiadomienie, obejmuje swym zakresem zarówno określenie, czy zamiar będzie miał formę nabycia akcji, objęcia akcji lub praw z akcji czy zostanie zrealizowany w wyniku innych zdarzeń, o jakich mowa w art. 54 ust. 4 u.f.i., jak i wskazanie, czy dojdzie do niego w sposób bezpośredni czy pośredni.

(Ad 6) Wobec konieczności przekazania wraz z zawiadomieniem dowodów świadczących o istnieniu zamiaru w doktrynie wskazuje się na celowość dołączenia sformalizowanego harmonogramu procesu zmierzającego do nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, uwzględniającego sekwencję zaplanowanych czynności. Zasadne jest również określenie liczby akcji, które będą przedmiotem transakcji, osoby akcjonariusza będącego jej stroną oraz, ewentualnie, sposobu rozliczenia transakcji⁷⁵. Do kategorii dowodów wskazujących na istnienie zamiaru

73 Zgodnie z art. 19 ust. 1 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2015 r. poz. 238 z późn. zm.), w skrócie: u.o.

74 Gdzie aktywem opcyjnym (przedmiotem opcji) są papiery wartościowe — akcje; tak M. Gutowski, *Umowa opcji*, Zakamycze, Kraków 2003, s. 19; W. Sutton, *The Currency Options Handbook*, Cambridge University Press, Cambridge 1990, s. 3.

75 Tak M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157..., s. 646—647.

objętego zawiadomieniem ustawodawca zalicza w szczególności stosowną umowę lub porozumienie w tym przedmiocie, które w praktyce przybiorą najprawdopodobniej formę umowy przedwstępnej nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, porozumienia lub listu intencyjnego w tym zakresie.

Dodatkowo w przypadku gdy podmiot składający zawiadomienie jest:

- 1) zagranicznym zakładem ubezpieczeń⁷⁶ lub zagranicznym zakładem reasekuracji⁷⁷, instytucją kredytową, zagraniczną firmą inwestycyjną⁷⁸, spółką zarządzającą⁷⁹ lub zarządzającym z Unii Europejskiej⁸⁰, którzy uzyskali zezwolenie na wykonywanie działalności na terytorium państwa członkowskiego, lub
- 2) podmiotem dominującym lub podmiotem pozostającym w podobnym stosunku do podmiotów, o jakich mowa w pkt 1⁸¹,

76 W rozumieniu ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2015 r. poz. 1844 z późn. zm.), w skrócie: u.u.r. Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 55 u.u.r. określenie „zagraniczny zakład ubezpieczeń” oznacza przedsiębiorcę zagranicznego w rozumieniu ustawy z dnia 6 marca 2018 r. o zasadach uczestnictwa przedsiębiorców zagranicznych i innych osób zagranicznych w obrocie gospodarczym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (Dz.U. z 2018 r. poz. 649 z późn. zm.) wykonującego działalność ubezpieczeniową.

77 W rozumieniu ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, gdzie zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 56 u.u.r. określenie „zagraniczny zakład reasekuracji” oznacza przedsiębiorcę zagranicznego w rozumieniu ustawy o zasadach uczestnictwa przedsiębiorców zagranicznych i innych osób zagranicznych w obrocie gospodarczym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej wykonującego działalność reasekuracyjną.

78 W rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi — zgodnie z jej art. 3 pkt 32 przez „zagraniczną firmę inwestycyjną” rozumie się osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego państwa członkowskiego, a w przypadku gdy przepisy danego państwa nie wymagają ustanowienia siedziby — z centralą na terytorium innego państwa członkowskiego, albo osobę fizyczną z miejscem zamieszkania na terytorium innego państwa członkowskiego, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego, jak również zagraniczną instytucję kredytową.

79 W rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych — zgodnie z jej art. 2 pkt 10 przez „spółkę zarządzającą” rozumie się podmiot lub spółkę z siedzibą w państwie członkowskim, które uzyskały zezwolenie właściwego organu w państwie członkowskim na wykonywanie działalności w zakresie zarządzania funduszami prowadzącymi działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe.

80 W rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych — zgodnie z jej art. 2 pkt 10c przez „zarządzającego z Unii Europejskiej” rozumie się osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, która uzyskała zezwolenie właściwego organu w państwie członkowskim na wykonywanie działalności zarządzania alternatywnym funduszem inwestycyjnym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym działalność zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

81 Postawić można pytanie, jak zdefiniować podmiot pozostający wobec zawiadamiającego w stosunku podobnym do stosunku dominacji. Wydaje się, że taka sytuacja będzie miała miejsce, jeżeli regulacja prawa krajowego innego państwa członkowskiego, tj. państwa macierzystego dla

to zawiadomienie zawiera odpowiednią informację w tym zakresie, dotyczącą w szczególności nazwy i siedziby zagranicznego zakładu ubezpieczeń, zagranicznego zakładu reasekuracji, instytucji kredytowej, firmy inwestycyjnej, spółki zarządzającej lub zarządzającego z Unii Europejskiej, o których mowa w pkt 2. Jeżeli nie zachodzą okoliczności wymienione w pkt 1 i 2, zawiadomienie zawiera stosowne oświadczenia w tym zakresie. Brak oświadczenia może stanowić podstawę do wezwania — w myśl art. 54g ust. 2 u.f.i. — podmiotu składającego zawiadomienie do uzupełnienia braków. Ustawodawca nie wprowadza bowiem w tym przypadku instytucji domniemania co do sytuacji prawnej czy faktycznej podmiotu składającego zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

W przypadku podmiotów wymienionych powyżej w punktach 1 i 2 w myśl art. 54f u.f.i. Komisja Nadzoru Finansowego obligatoryjnie występuje pisemnie do właściwych organów nadzoru, czyli organu pełniącego nadzór w państwie macierzystym podmiotu składającego zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁸², z wnioskiem o przekazanie informacji w zakresie określonym w art. 54h ust. 2 u.f.i. Krok ten ma na celu ustalenie, czy zachodzi obawa dotycząca ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych wobec możliwego wpływu podmiotu składającego zawiadomienie na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub z uwagi na jego sytuację finansową.

Opisany tryb formalnego przedstawienia wymaganej dokumentacji ma na celu umożliwienie Komisji Nadzoru Finansowego dokonanie oceny, czy:

podmiotu składającego zawiadomienie, przewiduje regulację zbliżoną do stosunku dominacji. Na gruncie polskiego prawa krajowego za regulację o zbliżonym charakterze w ujęciu celowościowym, wydaje się, można przyjąć możliwość uznania przez Komisję Nadzoru Finansowego danego podmiotu za podmiot dominujący w oparciu o art. 2a u.f.i., który definiuje wywieranie znaczącego wpływu na działalność innego podmiotu.

82 Na ścisły charakter współpracy Komisji Nadzoru Finansowego i organu nadzoru wykonującego nadzór w państwie macierzystym podmiotu składającego zawiadomienie wskazują zapisy motywu 10 dyrektywy 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniającej dyrektywę Rady 92/49/EEG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego, zgodnie z którym istotne jest, by właściwe organy ściśle ze sobą współpracowały przy ocenie odpowiedniości potencjalnego nabywcy, który jest jednostką regulowaną posiadającą zezwolenie w innym państwie członkowskim lub w innym sektorze. Przy czym uważa się za stosowne, by odpowiedzialność za ostateczną decyzję dotyczącą oceny ostrożnościowej spoczywała na organie właściwym odpowiedzialnym za nadzór nad jednostką, której akcje mają zostać nabyte. Ten właściwy organ powinien jednak w pełni uwzględnić opinię właściwego organu odpowiedzialnego za nadzór nad potencjalnym nabywcą, szczególnie w odniesieniu do kryteriów oceny bezpośrednio związanych z potencjalnym nabywcą.

- 1) podmiot składający zawiadomienie daje rękojmię wykonywania swoich praw i obowiązków w sposób należyście zabezpieczający interesy klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych (w tym uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych);
- 2) osoby, które będą kierować działalnością funduszy inwestycyjnych, dają rękojmię prowadzenia spraw towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób należyście zabezpieczający interesy klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych (uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych) oraz posiadają odpowiednie doświadczenie zawodowe;
- 3) podmiot składający zawiadomienie jest w dobrej kondycji finansowej, w szczególności w odniesieniu do aktualnego zakresu prowadzonej działalności, jak również oceny wpływu realizacji planów inwestycyjnych na przyszłą sytuację finansową podmiotu składającego zawiadomienie i przyszłą sytuację finansową towarzystwa funduszy inwestycyjnych;
- 4) podmiot składający zawiadomienie zapewni przestrzeganie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych wymogów ostrożnościowych wynikających z przepisów prawa, w tym wymogów kapitałowych, systemu kontroli wewnętrznej, systemu zarządzania ryzykiem, a w szczególności, że struktura grupy, której towarzystwo funduszy inwestycyjnych stanie się częścią, umożliwi będzie sprawowanie efektywnego nadzoru i skuteczną wymianę informacji pomiędzy właściwymi organami nadzorczymi oraz ustalenie zakresów właściwości tych organów;
- 5) środki finansowe związane z nabyciem akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie pochodzą z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł oraz nie mają związku z finansowaniem terroryzmu, a także czy w związku z zamiarem nabycia akcji nie zachodzi zwiększone ryzyko popełnienia przestępstwa czy wystąpienia innych działań, związanych z wprowadzaniem do obrotu środków finansowych pochodzących z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł lub z finansowaniem terroryzmu.

Do współpracy — realizowanej na podstawie art. 54f u.f.i. — Komisji Nadzoru Finansowego z właściwym organem nadzoru w państwie macierzystym podmiotu składającego zawiadomienie nie powinien mieć zastosowania art. 106 k.p.a., zgodnie z którym jeżeli przepis prawa uzależnia wydanie decyzji od zajęcia stanowiska przez inny organ (wyrażenia opinii lub zgody albo wyrażenia stanowiska w innej formie), decyzję wydaje się po zajęciu stanowiska przez ten organ. Norma z art. 106 k.p.a. ma bowiem zastosowanie wyłącznie w stosunkach wewnątrz krajowych i tym samym znajduje zastosowanie tylko

do współdziałania krajowych organów administracji publicznej. Do wymiany informacji z organem nadzoru z innego państwa członkowskiego zastosowanie znajdzie norma zawarta w art. 20 ust. 1 pkt 2 u.n.r.k., zgodnie z którym Komisja Nadzoru Finansowego lub jej upoważniony przedstawiciel może przekazywać organowi z innego państwa członkowskiego, właściwemu w sprawach nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych lub rynkiem finansowym, oraz otrzymywać od tego organu informacje niezbędne w celu zapewnienia prawidłowego toku postępowań sądowych, administracyjnych, karnych, wyjaśniających oraz kontrolnych w sprawach związanych z wykonywaniem nadzoru⁸³.

W tym przypadku mamy do czynienia z uzależnieniem wydania decyzji od faktu zajęcia stanowiska przez inny organ nadzoru, gdyż brak przekazania Komisji Nadzoru Finansowego stosownych informacji w myśl art. 7 k.p.a. (zgodnie z którym w toku postępowania organy administracji publicznej stoją na straży praworządności, z urzędu lub na wniosek stron podejmują wszelkie czynności niezbędne do dokładnego wyjaśnienia stanu faktycznego oraz do załatwienia sprawy, mając na względzie interes społeczny i słuszny interes obywateli), *de iure* uniemożliwia merytoryczne rozstrzygnięcie sprawy z uwagi na brak wyjaśnienia stanu faktycznego. Jeżeli właściwy organ nadzoru w państwie macierzystym przekazał stosowne informacje, Komisja Nadzoru Finansowego w przypadku złożenia sprzeciwu w uzasadnieniu swej decyzji — celem późniejszego umożliwienia merytorycznej kontroli decyzji administracyjnej — powinna wskazać opinie oraz zastrzeżenia wyrażone przez właściwy organ odpowiedzialny za nadzór nad podmiotem zagranicznym dokonującym zawiadomienia, który uzyskał zezwolenie na wykonywanie działalności w innym państwie członkowskim⁸⁴.

Oceniając katalog informacji, na jakie wskazuje ustawodawca, pod względem merytorycznym, można je podzielić na dwie kategorie. Pierwsza obejmuje informacje pozwalające na poprawną identyfikację podmiotu składającego zawiadomienie wraz z określeniem osób nim zarządzających oraz osób, które przewiduje on do zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a także informacje identyfikujące towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którego dotyczy zawiadomienie. Do drugiej kategorii ustawodawca zalicza informacje stanowiące materiał dowodowy będący podstawą dokonania przez Komisję Nadzoru Finansowego oceny wpływu nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyj-

83 Por. P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 1180—1181.

84 Podobnie por. A. Michór, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka..., s. 993 i n.

nych na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Przepis art. 54b ust. 1 u.f.i. wskazuje przy tym, jakie konkretnie informacje należy zawrzeć w treści zawiadomienia. Prawodawca na poziomie ustawowym określa katalog informacji zasadniczo o ogólnym charakterze, a zakres przedmiotowy niezbędnych informacji uzupełnia na poziomie wykonawczym, przewidując delegację ustawową w art. 54b ust. 3 u.f.i. dla Ministra Finansów, który to rozporządzeniem z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub o zamiarze stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁸⁵ uszczegółowił listę dokumentów i oświadczeń, jakie należy dołączyć do zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Informacje, które należy dołączyć do zawiadomienia, wymienione w art. 54b ust. 1 u.f.i. dotyczą:

- 1) identyfikacji podmiotu składającego zawiadomienie, osób zarządzających jego działalnością oraz osób przewidzianych do objęcia funkcji członków zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych — o ile podmiot składający zawiadomienie planuje zmiany w tym zakresie;
- 2) identyfikacji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którego zawiadomienie dotyczy;
- 3) działalności zawodowej, gospodarczej lub statutowej podmiotu składającego zawiadomienie i osób, o których mowa w pkt 1, a w szczególności przedmiotu tej działalności, zakresu i miejsca jej prowadzenia oraz dotychczasowego jej przebiegu, a także wykształcenia posiadanego przez podmiot składający zawiadomienie, będący osobą fizyczną, oraz osoby, o których mowa w pkt 1;
- 4) grupy, do której należy podmiot składający zawiadomienie, a w szczególności jej struktury, należących do niej podmiotów, prawnych i faktycznych powiązań kapitałowych, finansowych i osobowych z innymi podmiotami;
- 5) sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotu składającego zawiadomienie;
- 6) skazania za przestępstwo lub przestępstwo skarbowe, postępowań warunkowo umorzonych oraz zakończonych ukaraniem postępowań dyscyplinarnych, jak również innych zakończonych postępowań administracyjnych i cywilnych, dotyczących podmiotu składającego zawiadomienie lub osób, o których mowa w pkt 1, mogących mieć wpływ

⁸⁵ Dz.U. Nr 161 poz. 1083, dalej zwane również rozporządzeniem w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień, w skrócie: RozpZawiad.

na ocenę podmiotu składającego zawiadomienie w świetle kryteriów określonych w art. 54h ust. 2 u.f.i.;

- 7) toczących się postępowań karnych o przestępstwo umyślne — z wyłączeniem przestępstw ściganych z oskarżenia prywatnego — lub postępowań w sprawie o przestępstwo skarbowe, jak również innych toczących się postępowań administracyjnych, dyscyplinarnych i cywilnych, mogących mieć wpływ na ocenę składającego zawiadomienie w świetle kryteriów określonych w art. 54h ust. 2 u.f.i., a prowadzonych przeciwko podmiotowi składającemu zawiadomienie lub osobom, o których mowa w pkt 1, lub postępowań związanych z działalnością tego podmiotu lub tych osób;
- 8) działań zmierzających do nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub praw z akcji w liczbie zapewniającej osiągnięcie lub przekroczenie poziomów określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i., a w szczególności docelowego udziału w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, związanych z tym udziałem uprawnień, sposobu i źródeł finansowania nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji, zawartych w związku z tymi działaniami umów oraz działania w porozumieniu z innymi podmiotami;
- 9) zamiarów podmiotu składającego zawiadomienie w odniesieniu do przyszłej działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w szczególności w zakresie planów marketingowych, operacyjnych, finansowych oraz dotyczących organizacji i zarządzania, z uwzględnieniem zobowiązań, o których mowa w art. 54h ust. 3 u.f.i.

Odnosnie do zakresu katalogu informacji, jakie powinny znaleźć się w treści zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ustawodawca zmniejszy powyższy rygorizm prawny w stosunku do podmiotów będących instytucjami finansowymi, takimi jak: bank krajowy, instytucja kredytowa, zakład ubezpieczeń, zakład reasekuracji, firma inwestycyjna, zagraniczna firma inwestycyjna, spółka zarządzająca lub zarządzający z Unii Europejskiej, którzy uzyskali zezwolenie na wykonywanie działalności w Rzeczypospolitej Polskiej lub w innym państwie członkowskim, o ile okoliczność ta zostanie wykazana w zawiadomieniu. Podmioty te zostały zwolnione z obowiązku przedłożenia informacji dotyczących kwalifikacji i doświadczenia zawodowego oraz informacji w zakresie określonym w wymienionych powyżej pkt 6 i 7. Ustawodawca zakłada bowiem, że podmioty te uzyskały zezwolenie na wykonywanie reglamentowanej działalności gospodarczej w Rzeczypospolitej Polskiej lub w innym państwie członkowskim i podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego na podstawie odrębnych przepisów, a informacje te zostały już ocenione w toku

postępowania o udzielanie zezwolenia na rozpoczęcie przez dany podmiot działalności nadzorowanej lub w toku wyrażania przez Komisję Nadzoru Finansowego zgody na objęcie przez daną osobę funkcji w jednym z organów instytucji finansowej albo Komisja Nadzoru Finansowego może informacje te uzyskać w toku sprawowania bieżącego nadzoru⁸⁶.

Zgodnie z normą kompetencyjną przewidzianą w art. 54b ust. 3 u.f.i. Minister Finansów określił w rozporządzeniu rodzaje dokumentów, które należy załączyć do zawiadomienia w celu wykazania określonych powyżej informacji. Miał przy tym na względzie zapewnienie proporcjonalności wymaganych informacji w stosunku do zamierzonego zakresu wpływu podmiotu składającego zawiadomienie na zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Rozporządzeniem z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych Minister Finansów określił rodzaje dokumentów, jakie należy załączyć do zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, składanego na podstawie art. 54 ust. 1 u.f.i. W zakresie danych formalnych katalog tych dokumentów obejmuje:

- 1) w przypadku osób fizycznych: poświadczoną kopię dokumentu potwierdzającego tożsamość podmiotu składającego zawiadomienie, zawierającego co najmniej imię, nazwisko, miejsce zamieszkania, datę i miejsce urodzenia oraz wizerunek⁸⁷; w przypadku osób prawnych lub jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej: oryginał lub poświadczoną kopię odpisu z Krajowego Rejestru Sądowego lub innego właściwego rejestru prowadzonego przez upoważniony organ, wydane nie później niż 3 miesiące przed dniem złożenia zawiadomienia, które

86 Na temat obowiązków informacyjnych wobec Komisji Nadzoru Finansowego zob. R. Mroczkowski, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, red. R. Mroczkowski, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 777—778.

87 Rozporządzenie w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień nie wskazuje szczegółów dotyczących wizerunku, jak np. w przypadku wizerunku zamieszczonego w dowodzie osobistym, paszporcie, wizie. Również prawodawca nie wskazuje wymagań dla fotografii, np. w zakresie aktualności zdjęcia (przykładowo nie wcześniej niż 6 miesięcy przed złożeniem zawiadomienia), utrwalenia wizerunku bez nakrycia głowy, okularów z ciemnymi szklami, innymi rzeczami, które utrudniają rozpoznanie, czy zdjęcie powinno przedstawiać całą głowę, czy całą posturę, części fotografii, jaką wizerunek powinien zajmować, np. 70—80%, formatu zdjęcia. Tych wszystkich elementów rozporządzenie w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia akcji nie wskazuje. Z tego względu należy wnioskować, że ustawodawca nie identyfikuje konieczności doprecyzowania wymogów w tym zakresie i dopuszcza każdą formę fotografii utrwalającej wizerunek, co w praktyce jednak może prowadzić do przedkładania w postępowaniu administracyjnym fotografii z utrwalonym wizerunkiem w sytuacjach mniej formalnych, co nie jest sytuacją wskazaną.

powinny zawierać co najmniej nazwę, adres siedziby, imiona i nazwiska osób uprawnionych do reprezentacji wraz z zasadami reprezentacji i formę prawną⁸⁸ (zgodnie § 2 pkt 1 RozpZawiad.);

- 2) poświadczone kopie statutu, umowy spółki lub innego dokumentu poświadczającego przedmiot działalności podmiotu składającego zawiadomienie, o ile wykonuje działalność gospodarczą, albo oświadczenie, że nie wykonuje działalności gospodarczej (zgodnie z § 2 pkt 2 RozpZawiad.);
- 3) graficzny schemat organizacyjny grupy, o której mowa w art. 54b ust. 1 pkt 4 u.f.i., a do której należy podmiot składający zawiadomienie, obejmującej podmioty od niego zależne oraz podmioty, w których podmiot ten oraz podmioty od niego zależne posiadają znaczący udział kapitałowy w rozumieniu art. 3 pkt 14 ustawy z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego⁸⁹; schemat powinien zawierać oznaczenia nazw i adresów siedziby podmiotów wchodzących w skład grupy, przedmiotów ich działalności oraz rodzaju i zakresu powiązań między podmiotami w grupie, a w przypadku podmiotów podlegających nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem finansowym — wskazanie tego organu nadzoru (zgodnie z § 2 pkt 3 RozpZawiad.);
- 4) poświadczone kopie dokumentów tożsamości (zawierających co najmniej imię, nazwisko, adres zamieszkania, datę i miejsce urodzenia oraz wizerunek) członków zarządu podmiotu składającego zawiadomienie lub osób kierujących jego działalnością — w przypadku gdy składający zawiadomienie jest osobą prawną lub jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej (zgodnie z § 2 pkt 4 RozpZawiad.);
- 5) poświadczone kopie dokumentów tożsamości (zawierających co najmniej imię, nazwisko, adres zamieszkania, datę i miejsce urodzenia oraz wizerunek) osób przewidzianych na członków zarządu towarzystwa fun-

88 Jeżeli zgodnie z przepisami dotyczącymi innego właściwego rejestru odpis nie zawiera wszystkich wymienionych informacji, to należy je przekazać w formie oświadczenia.

89 Dz.U. Nr 83 poz. 719 z późn. zm. Przez „znaczący udział kapitałowy” w ujęciu art. 3 pkt 14 ustawy o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego rozumie się udział oznaczający posiadanie przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio co najmniej 20% kapitału innego podmiotu lub prawa do wykonywania co najmniej 20% głosów w organie stanowiącym, a także innych praw do kapitału podmiotu ustanawiających z nim trwałe związki umożliwiające uzyskiwanie korzyści przez podmiot dysponujący tymi prawami.

duszy inwestycyjnych — o ile przewidywane są zmiany w tym zakresie, albo oświadczenie o braku zamiaru dokonywania takich zmian (zgodnie z § 2 pkt 5 RozpZawiad.);

- 6) oświadczenie o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ze wskazaniem nazwy oraz adresu siedziby towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którego dotyczy zawiadomienie (zgodnie z § 2 pkt 6 RozpZawiad.).

W przedstawionym zakresie wątpliwości może budzić zarówno konieczność przekazywania wraz z zawiadomieniem poświadczonych kopii dokumentów tożsamości podmiotu zawiadamiającego czy osób przewidzianych na członków zarządu towarzystwa, jak i sam zakres informacji, jakie dokument tożsamości powinien zawierać. Od 1 marca 2015 r., tj. od wejścia w życie ustawy z dnia 6 sierpnia 2010 r. o dowodach osobistych⁹⁰, dowód osobisty nie zawiera adresu zameldowania, a tym bardziej adresu czy miejsca zamieszkania. Stąd też *de lege lata* brak jest faktycznej możliwości wypełnienia normy rozporządzenia w zakresie dołączenia do zawiadomienia poświadczonej kopii dokumentu tożsamości, który zawierałby co najmniej imię, nazwisko, datę i miejsce urodzenia, wizerunek, ale również adres zamieszkania czy miejsce zamieszkania, którym zgodnie z art. 25 k.c. jest miejscowość, w której osoba fizyczna przebywa z zamiarem stałego pobytu. Warto jednak zwrócić uwagę, że przed zmianą ustawy o dowodach osobistych dokument ten zawierał adres zameldowania, a nie adres zamieszkania, w praktyce nie musiały to być adresy tożsame. Również w przypadku paszportu czy prawa jazdy — zaliczanych do kategorii dokumentów tożsamości — warunek zawarcia w nich adresu czy miejsca zamieszkania nie jest spełniony.

W dalszej kolejności do katalogu dokumentów dołączonych do zawiadomienia należą informacje umożliwiające organowi nadzoru ocenę doświadczenia i renomy podmiotu dokonującego zawiadomienia:

- 1) życiorys podmiotu składającego zawiadomienie — jeżeli jest osobą fizyczną, życiorysy osób wymienionych w § 2 pkt 4 i 5 RozpZawiad. (członków zarządu podmiotu składającego zawiadomienie lub osób kierujących jego działalnością oraz osób przewidzianych na członków zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o ile przewidywane są zmiany w tym zakresie), dokumenty poświadczające ich wykształcenie, kwalifikacje i doświadczenie zawodowe (zgodnie z § 2 pkt 7 RozpZawiad.);
- 2) informacje dotyczące podmiotu składającego zawiadomienie oraz każdej z osób wymienionych w § 2 pkt 4 i 5 RozpZawiad. (członków zarządu

90 Dz.U. z 2010 r. Nr 167 poz. 1131 z późn. zm.

podmiotu składającego zawiadomienie lub osób kierujących jego działalnością oraz osób przewidzianych na członków zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o ile przewidywane są zmiany w tym zakresie) (zgodnie z § 2 pkt 8 RozpZawiad.):

- a) z Krajowego Rejestru Karnego o skazaniu za przestępstwo lub przestępstwo skarbowe⁹¹, postępowaniach warunkowo umorzonych⁹², wydane nie później niż 3 miesiące przed dniem złożenia zawiadomienia, a w przypadku osób, które w okresie 10 lat poprzedzających dzień złożenia zawiadomienia miały miejsce zamieszkania poza Rzeczpospolitą Polską — wydane przez Krajowy Rejestr Karny oraz przez właściwe organy państw, w których osoby te miały w okresie 10 lat poprzedzających dzień złożenia zawiadomienia miejsce zamieszkania,

91 Rozporządzenie nie różnicuje przy tym, czy chodzi wyłącznie o przestępstwa popełnione umyślnie, jak również nie określa ich pod względem przedmiotowym, np. poprzez ograniczenie wyłącznie do przestępstw przeciwko wiarygodności dokumentów czy przeciwko obrotowi gospodarczemu. Uznać zatem należy, że chodzi zarówno o przestępstwa popełnione umyślnie, jak i nieumyślnie, a przedmiot rozporządzenia nie jest ograniczony.

92 Przy czym rozporządzenie nie wskazuje, czy dotyczy to wyłącznie prawomocnego skazania, nie określa również, co z przypadkami, w których nastąpiło zatarcie skazania. Z regulacji dotyczących Krajowego Rejestru Karnego wynika jednak, że zgodnie z art. 1 ust. 2 ustawy z dnia 24 maja 2000 r. o Krajowym Rejestrze Karnym (Dz.U. z 2000 r. Nr 50 poz. 580 z późn. zm., w skrócie: k.r.k.), w Krajowym Rejestrze Karnym gromadzi się dane m.in. o osobach: 1) prawomocnie skazanych za przestępstwa lub przestępstwa skarbowe; 2) przeciwko którym prawomocnie warunkowo umorzono postępowanie karne w sprawach o przestępstwa lub przestępstwa skarbowe; 3) przeciwko którym prawomocnie umorzono postępowanie karne w sprawach o przestępstwa lub przestępstwa skarbowe na podstawie amnestii; 4) będących obywatelami polskimi prawomocnie skazanymi przez sądy państw obcych. Natomiast zgodnie z art. 14 ust. 1 k.r.k. dane osobowe osób, o których mowa w art. 1 ust. 2 pkt 1 i 3 k.r.k., usuwa się z Krajowego Rejestru Karnego, jeżeli z mocy prawa skazanie uległo zatarciu, a ponadto po otrzymaniu zawiadomienia o zarządzeniu zatarcia skazania przez sąd, na podstawie art. 107 § 2 ustawy z dnia 6 czerwca 1997 r. — Kodeks karny (Dz.U. z 1997 r. Nr 88 poz. 553 z późn. zm., w skrócie: k.k.; pominięto część wojskową Kodeksu karnego) czy zatarciu skazania w drodze ułaskawienia lub na podstawie amnestii. W myśl art. 107 § 2 k.k. sąd może na wniosek skazanego zarządzić zatarcie skazania już po upływie 5 lat, jeżeli skazany w tym okresie przestrzegał porządku prawnego, a wymierzona kara pozbawienia wolności nie przekraczała 3 lat. Tak określony zakres podmiotowy i przedmiotowy ustawy o Krajowym Rejestrze Karnym pozwala wnioskować, że dołączenie do zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych informacji z Krajowego Rejestru Karnego o skazaniu za przestępstwo lub przestępstwo skarbowe czy postępowaniach warunkowo umorzonych będzie obejmowało dane o prawomocnie skazanych za przestępstwa lub przestępstwa skarbowe oraz prawomocnie warunkowo umorzonych postępowaniach karnych w sprawach o przestępstwa lub przestępstwa skarbowe, jak również nie będzie obejmowało przestępstw, co do których nastąpiło zatarcie skazania.

- b) oświadczenia o zakończonych ukaraniem postępowaniach administracyjnych⁹³ i dyscyplinarnych⁹⁴,
- c) oświadczenia o zakończonych postępowaniach sądowych w sprawach gospodarczych, postępowaniach związanych z likwidacją, upadłością, likwidacją majątku upadłego lub postępowaniem naprawczym⁹⁵, a także informacje o zakończonych postępowaniach

93 W przypadku wymogu dołączenia do zawiadomienia oświadczenia o zakończonych ukaraniem postępowaniach administracyjnych z celowościowego punktu widzenia należy uznać, że chodzi o administracyjne kary pieniężne, o których mowa w Dziale IVA ustawy Kodeks postępowania administracyjnego, rozumiane jako sankcje o charakterze pieniężnym, nakładane w drodze decyzji przez organ administracji publicznej w następstwie naruszenia prawa polegającego na niedopełnieniu obowiązku albo naruszeniu zakazu ciążącego na osobie fizycznej, osobie prawnej albo jednostce organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej. Nie wydaje się uzasadnione zaliczanie do tej kategorii innych kar nakładanych przez organ administracji publicznej w toku postępowania administracyjnego, np. kary grzywny, o jakiej mowa w art. 88 § 1 k.p.a., nakładanej na osobę obowiązującą do osobistego stawienia się, która mimo prawidłowego wezwania nie stawiała się bez uzasadnionej przyczyny jako świadek lub biegły albo bezzasadnie odmówiła złożenia zeznania, wydania opinii, okazania przedmiotu oględzin albo udziału w innej czynności urzędowej; czy kary grzywny, o jakiej mowa w art. 96 k.p.a., którą mogą zostać ukarane strony, świadkowie, biegli i inne osoby uczestniczące w rozprawie za niewłaściwe zachowanie się. Kary te mogą zostać nałożone w toku postępowania administracyjnego i nie spełniają dyspozycji normy, o jakiej mowa w rozporządzeniu w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień, fakt ukarania karą grzywny w trakcie postępowania administracyjnego nie jest bowiem jednoznaczny z faktem, iż samo postępowanie zostanie zakończone wydaniem decyzji administracyjnej o nałożeniu kary pieniężnej na stronę postępowania. Rozporządzenie w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień nie wskazuje również, czy decyzja o nałożeniu kary pieniężnej na stronę postępowania administracyjnego powinna być decyzją ostateczną czy prawomocną, a ogólna i nieprecyzyjna dyspozycja przepisu prowadząca się do określenia „postępowania administracyjnego zakończonego ukaraniem” pozwala na ukonstytuowanie wniosku, że może chodzić zarówno o postępowanie zakończone wydaniem decyzji, od której służy odwołanie w administracyjnym toku instancji lub wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy, tj. decyzji nieostatecznej, jak i decyzji, od której co prawda nie ma już odwołania w administracyjnym toku instancji lub wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy, ale która może być zaskarżona do sądu administracyjnego z powodu jej niezgodności z prawem, tj. decyzji nieprawomocnej.

94 Ogólne stwierdzenie „postępowanie dyscyplinarne” wskazuje, że określenie to obejmuje wszelkie postępowania prowadzone w sprawach naruszeń obowiązków czy etyki w ramach danej grupy zawodowej, służbowej lub innej, które przewidują odpowiedzialność dyscyplinarną dla osób wykonujących określony zawód czy należących do grup, od których wymaga się szczególnej staranności w wykonywaniu swoich obowiązków i szczególnej nieskazitelności charakteru.

95 Wraz z wejściem w życie ustawy z dnia 15 maja 2015 r. — Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. z 2015 r. poz. 978 z późn. zm.) nastąpiło m.in. uchylenie przepisów dotyczących postępowania naprawczego oraz upadłości z możliwością zawarcia układu, a postępowania te zostały zastąpione postępowaniami restrukturyzacyjnymi. Zob. Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy Prawo restrukturyzacyjne, Druk nr 2824 z dnia 9.10.2014, s. 96, <http://sejm.gov.pl/Sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2824> (dostęp: 2.06.2020). Przepisy rozporządzenia w sprawie dokumentów załączanych

związanych z likwidacją, upadłością, likwidacją majątku upadłego lub postępowaniem naprawczym prowadzonych przeciwko podmiotowi, w którym podmiot składający zawiadomienie posiada udział równy lub przekraczający 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub w kapitale zakładowym albo wobec którego podmiot składający zawiadomienie jest podmiotem dominującym;

- 3) oświadczenia składającego zawiadomienie oraz każdej z osób wymienionych w § 2 pkt 4 i 5 RozpZawiad. (członków zarządu podmiotu składającego zawiadomienie lub osób kierujących jego działalnością oraz osób przewidzianych na członków zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o ile przewidywane są zmiany w tym zakresie) o toczących się postępowaniach (zgodnie z § 2 pkt 9 RozpZawiad.):
 - a) karnych o przestępstwo umyślne — z wyłączeniem przestępstw ściganych z oskarżenia prywatnego — lub postępowaniach w sprawie o przestępstwo skarbowe⁹⁶, w tym związanych z odpowiedzialnością, o której mowa w przepisach o odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary⁹⁷,

do zawiadomień jednak nie uległy od tego czasu zmianie, wobec czego uznać należy, że *de lege lata* do zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych należy dołączyć oświadczenia o zakończonych postępowaniach sądowych w sprawach gospodarczych, postępowaniach związanych z likwidacją, upadłością, likwidacją majątku upadłego lub postępowaniem restrukturyzacyjnym, a także — wobec braku cezury czasowej okresu, jaki oświadczenia te powinny obejmować — również postępowaniem naprawczym.

96 W tym przypadku w przeciwieństwie do wymogów, o jakich mowa w § 2 pkt 8 RozpZawiad., przepis wskazuje, że chodzi o przestępstwa umyślne z wyłączeniem tych z oskarżenia prywatnego.

97 Zasady odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary jako przestępstwa lub przestępstwa skarbowe oraz zasady postępowania w przedmiocie takiej odpowiedzialności określa ustawa z dnia 28 października 2002 r. o odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary (Dz.U. z 2002 r. Nr 197 poz. 1661 z późn. zm.). Podmiotem zbiorowym w rozumieniu tej ustawy jest osoba prawna oraz jednostka organizacyjna niemająca osobowości prawnej, której odrębne przepisy przyznają zdolność prawną, z wyłączeniem Skarbu Państwa, jednostek samorządu terytorialnego i ich związków. Podmiotem zbiorowym jest również spółka handlowa z udziałem Skarbu Państwa, jednostki samorządu terytorialnego lub związku takich jednostek, spółka kapitałowa w organizacji, podmiot w stanie likwidacji oraz przedsiębiorca niebędący osobą fizyczną, a także zagraniczna jednostka organizacyjna. Podmiot zbiorowy podlega odpowiedzialności za czyn zabroniony, którym jest zachowanie osoby fizycznej: 1) działającej w imieniu lub w interesie podmiotu zbiorowego w ramach uprawnienia lub obowiązku do jego reprezentowania, podejmowania w jego imieniu decyzji lub wykonywania kontroli wewnętrznej albo przy przekroczeniu tego uprawnienia lub niedopełnieniu tego obowiązku; 2) dopuszczonej do działania w wyniku przekroczenia uprawnień lub niedopełnienia obowiązków przez osobę, o której mowa w pkt 1; 3) działającej w imieniu lub w interesie podmiotu zbiorowego, za zgodą lub wiedzą osoby, o której mowa w pkt 1; 3a) będącej przedsiębiorcą, który

- b) dyscyplinarnych, administracyjnych przeciwko danej osobie o nałożenie kary lub innej sankcji administracyjnej,
- c) sądowych w sprawach gospodarczych przeciwko danej osobie, postępowaniach związanych z upadłością, likwidacją lub postępowaniem naprawczym, a także o postępowaniach związanych z likwidacją, upadłością, likwidacją majątku upadłego lub postępowaniem naprawczym prowadzonych przeciwko podmiotowi, w którym podmiot składający zawiadomienie posiada udział równy lub przekraczający 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub w kapitale zakładowym⁹⁸ lub wobec którego podmiot składający zawiadomienie jest podmiotem dominującym.

Chodzi więc o informacje mogące mieć wpływ na ocenę podmiotu składającego zawiadomienie⁹⁹ w świetle kryteriów określonych w art. 54h ust. 2 u.f.i.

Warto podkreślić, że w przypadku wymienionych postępowañ ustawodawca w zakresie przekazania informacji o postępowaniach sądowych w sprawach gospodarczych (w tym dotyczących upadłości, likwidacji czy obecnie postępowania restrukturyzacyjnego w miejsce postępowania naprawczego) podmiotowi składającemu zawiadomienie pozostawia decyzję, czy informacje w tym zakresie mogą mieć wpływ na jego ocenę w świetle kryteriów określonych w art. 54h ust. 2 u.f.i. Taka treść normy nakazuje bowiem podmiotowi składającemu zawiadomienie dokonanie wstępnej, obiektywnej oceny ewentualnego wpływu, jaki informacje te mogą mieć na ocenę dokonywaną przez Komisję Nadzoru Finansowego. W przypadku zatem braku takich oświadczeń Komisja Nadzoru Finansowego nie wezwie do ich złożenia, gdyż nie ma o tym fakcie wiedzy. Może to doprowadzić do sytuacji, w której podmiot zawiadamiający nie przekaze organowi nadzoru informacji o prowadzonych

bezpośrednio współdziała z podmiotem zbiorowym w realizacji celu prawnie dopuszczalnego — jeżeli zachowanie to przyniosło lub mogło przynieść podmiotowi zbiorowemu korzyść, chociażby niemajątkową.

98 W tym przypadku taki kształt regulacji odnośnie do podmiotu trzeciego wobec podmiotu zawiadamiającego poprzez literalne odwołanie do walnego zgromadzenia wskazuje, że regulacja w tym zakresie dotyczy wyłącznie spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej, gdyż tylko te podmioty posiadają walne zgromadzenia jako organy stanowiące.

99 Z punktu widzenia kompletowania materiału dowodowego w postępowaniu w sprawie złożonego zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w kontekście badania przez organ nadzoru takich przesłanek, jak np. rękojmia wykonywania swoich praw i obowiązków w sposób należyście zabezpieczający interes uczestników funduszy inwestycyjnych oraz pozostałych przesłanek mających na celu potrzebę ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, *de facto* ocena istotności niektórych informacji, a tym samym potrzeba ich przekazania do wiadomości Komisji Nadzoru Finansowego, zależna jest od oceny samego podmiotu składającego zawiadomienie.

postępowaniach, gdyż uzna, że nie mają one wpływu na jego (podmiotu składającego zawiadomienie) ocenę.

Kolejna część dokumentów koniecznych do przekazania wraz z zawiadomieniem obejmuje kategorię oświadczeń podmiotu składającego zawiadomienie dotyczących szeroko pojętej sfery reglamentacyjnej. Zgodnie z § 2 pkt 10 RozpZawiad. są to oświadczenia o:

- 1) środkach nadzorczych, jakie w okresie 5 lat poprzedzających złożenie zawiadomienia były podejmowane przez właściwy organ nadzoru w stosunku do podmiotu składającego zawiadomienie w związku z nieprawidłowościami¹⁰⁰ w jego działalności — jeżeli podmiot składający zawiadomienie wykonuje lub wykonywał działalność podlegającą nadzorowi właściwego organu nadzoru w państwie, w którym ma swoją siedzibę; albo oświadczenie, że nie wykonywał i nie wykonuje takiej działalności;
- 2) środkach nadzorczych, jakie w okresie 5 lat poprzedzających złożenie zawiadomienia były podejmowane przez właściwy organ nadzoru w stosunku do podmiotu, w którym podmiot składający zawiadomienie posiada lub posiadał udział równy lub przekraczający 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub w kapitale zakładowym lub wobec którego podmiot składający zawiadomienie jest lub był podmiotem dominującym, w związku z nieprawidłowościami w działalności tego podmiotu, jeżeli podmiot ten wykonuje lub wykonywał działalność podlegającą nadzorowi właściwego organu nadzoru w państwie, w którym ma swoją siedzibę; albo oświadczenie, że podmiot składający zawiadomienie nie posiadał i nie posiada takich udziałów lub że nie był i nie jest takim podmiotem dominującym;
- 3) środkach nadzorczych, jakie w okresie 5 lat poprzedzających złożenie zawiadomienia były podejmowane przez właściwy organ nadzoru w stosunku do podmiotu składającego zawiadomienie będącego osobą

100 Na uwagę zasługuje określenie „nieprawidłowości” w działalności podmiotu składającego zawiadomienie. Pojęcie to jest nieprecyzyjne i bardzo ogólne, a możliwość jego doprecyzowania powinna być skorelowana z orzeczeniem środków nadzorczych przez organ nadzoru. Okoliczność wystąpienia nieprawidłowości w działalności danego podmiotu powinna stać się przedmiotem oświadczenia w przypadku podjęcia środków nadzorczych przez właściwy organ nadzoru. W przypadku Komisji Nadzoru Finansowego do tego rodzaju środków nadzorczych można zaliczyć środki o charakterze kontrolnym (informacyjnym), o charakterze organizacyjnym, nadzoru merytorycznego i personalnego, środki o charakterze restrykcyjnym. Szerzej na temat środków nadzoru zob. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 204—297.

- fizyczną¹⁰¹ albo w stosunku do członków organu zarządzającego podmiotu składającego zawiadomienie¹⁰², w związku z nieprawidłowościami w działalności innych podmiotów podlegających nadzorowi właściwego organu nadzoru, w których podmiot składający zawiadomienie będący osobą fizyczną albo członek organu zarządzającego podmiotu składającego zawiadomienie był członkiem organu zarządzającego w okresie podjęcia środków nadzorczych; albo oświadczenie, że podmiot składający zawiadomienie będący osobą fizyczną lub członek organu zarządzającego podmiotu składającego zawiadomienie nie był członkiem organu zarządzającego podmiotu podlegającego nadzorowi właściwego organu nadzoru;
- 4) zobowiązaniach, o których mowa w art. 54h ust. 3 u.f.i. (tj. zobowiązaniach dotyczących towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub ostrożnego i stabilnego zarządzania nim);
 - 5) przypadkach odmowy uzyskania lub cofnięcia jakiegokolwiek zezwolenia lub zgody w związku z wykonywaną lub planowaną działalnością albo pełnieniem funkcji w organach instytucji rynku finansowego¹⁰³, z podaniem przyczyn;

101 Do tej kategorii środków nadzorczych należy zaliczyć np. naruszenie art. 69 u.o.p., dotyczącego zawiadomienia m.in. Komisji Nadzoru Finansowego oraz spółki publicznej o zmianie stanu posiadania akcji spółki publicznej.

102 Na przykład odpowiedzialność zarządu za brak raportu okresowego na podstawie art. 96 ust. 6 pkt 2 w związku z art. 56 ust. 1 pkt 2 u.o.p.

103 Rozporządzenie w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień nie tłumaczy instytucji rynku finansowego. Pojęcie „ryнку finansowego” nie zostało przez ustawodawcę zdefiniowane. Jedynie w świetle art. 1 ust. 2 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2006 r. Nr 157 poz. 1119 z późn. zm., w skrócie: u.n.r.f.) w kontekście nadzoru nad rynkiem finansowym można by przyjąć, że tworzą go m.in. rynek bankowy, rynek emerytalny, rynek ubezpieczeniowy czy właśnie rynek kapitałowy. Zob. szerzej: U. Banaszczak-Soroka et al., *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, red. U. Banaszczak-Soroka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 14—15; W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 16; P. Wajda, *Rynki finansowe jako przedmiot szczególnego zainteresowania prawodawcy*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2011, nr 7—8, s. 115—128. Jeśli chodzi o pojęcie instytucji rynku finansowego, można przypuszczać, że jest to termin zbieżny z pojęciem instytucji finansowej, która jednak na gruncie prawnej regulacji rynku finansowego posiada kilka znaczeń. Na przykład zgodnie z art. 4 § 1 pkt 7 k.s.h. przez instytucję finansową rozumie się bank, fundusz inwestycyjny, towarzystwo funduszy inwestycyjnych, alternatywną spółkę inwestycyjną zarządzaną przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w rozumieniu przepisów o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia oraz takiego zarządzającego, zakład ubezpieczeń, zakład reasekuracji, towarzystwo emerytalne, fundusz emerytalny lub dom maklerski, mające siedzibę w Rzeczypospolitej Polskiej albo w państwie należącym do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). Z instytucją rynku finansowego można również utożsamiać podmioty nadzorowane na podstawie ustawy o nadzorze nad rynkiem

- 6) przypadkach ustania z inicjatywy pracodawcy lub zleceniodawcy zatrudnienia w jakiegokolwiek postaci w instytucji rynku finansowego, z podaniem przyczyn¹⁰⁴;

finansowym, gdzie rynek finansowy w kontekście nadzoru nad nim obejmuje m.in.: rynek bankowy, rynek emerytalny, rynek ubezpieczeniowy, rynek kapitałowy, nadzór nad instytucjami płatniczymi, nadzór nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi i Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową, nadzór nad pośrednikami kredytu hipotecznego.

104 Przekazanie informacji w tym zakresie może budzić wątpliwości z kilku powodów. Po pierwsze, rozporządzenie nie definiuje pojęcia zatrudnienia. Przepis wskazuje, że chodzi o zatrudnienie w jakiegokolwiek postaci, można zatem przyjąć, że chodzi zarówno o stosunek pracy, o jakim mowa w art. 22 § 1 i § 11 ustawy z dnia 26 czerwca 1974 r. Kodeks pracy (Dz.U. z 1974 r. Nr 24 poz. 141 z późn. zm., w skrócie: k.p.), gdzie przez nawiązanie stosunku pracy pracownik zobowiązuje się do wykonywania pracy określonego rodzaju na rzecz pracodawcy i pod jego kierownictwem oraz w miejscu i czasie wyznaczonym przez pracodawcę, a pracodawca — do zatrudniania pracownika za wynagrodzeniem, a zatrudnienie w warunkach tak określonych jest zatrudnieniem na podstawie stosunku pracy, bez względu na nazwę zawartej przez strony umowy. Pojęcie zatrudnienia występuje jednak również w innych aktach prawnych, a co więcej nabiera na gruncie tych regulacji innego, szerszego znaczenia. Na przykład w ustawie z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz.U. z 2018 r. poz. 2215 z późn. zm.) przez osoby zatrudnione zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt 18 rozumie się nie tylko pracowników, o których mowa w art. 2 k.p., lecz także osoby fizyczne wykonujące pracę nakładczą, które ukończyły 18. rok życia, o których mowa w przepisach wykonawczych wydanych na podstawie art. 303 § 1 k.p.; członków rolniczych spółdzielni produkcyjnych lub spółdzielni kółek rolniczych, o których mowa w art. 138 i art. 180 ustawy z dnia 16 września 1982 r. — Prawo spółdzielcze (Dz.U. z 1982 r. Nr 30 poz. 210 z późn. zm.); osoby fizyczne, które ukończyły 18. rok życia, wykonujące pracę na podstawie umowy agencyjnej lub umowy zlecenia albo innej umowy o świadczenie usług, do której zgodnie z art. 750 k.c. stosuje się przepisy dotyczące zlecenia; czy członków rad nadzorczych wynagradzanych z tytułu pełnienia tych funkcji. Ponadto omawiany przepis rozporządzenia nakazuje, aby wraz z zawiadomieniem przekazać informację o ustaniu zatrudnienia z inicjatywy pracodawcy lub zleceniodawcy, a zatem z samej regulacji literalnie wynika, że nie dotyczy ona wyłącznie stosunku pracy, ale również umowy cywilnoprawnej w postaci umowy zlecenia, o jakiej mowa w art. 734 k.c. Wątpliwości może budzić objęcie zakresem tej normy również innych form nawiązania współpracy, np. na podstawie umowy o dzieło, o jakiej mowa w art. 627 k.c., czy tzw. umów o współpracy bądź kontraktów menadżerskich zawieranych w relacji między przedsiębiorcami (*business to business*). Druga zasadnicza wątpliwość dotycząca regulacji w tym zakresie odnosi się do konieczności wskazania przyczyny ustania takiego zatrudnienia. Mianowicie w przypadku umowy o pracę możliwe byłoby wskazanie przyczyny ustania zatrudnienia wyłącznie w sytuacji wypowiedzenia umowy o pracę zawartej na czas nieokreślony lub rozwiązania umowy o pracę bez wypowiedzenia, gdzie zgodnie z art. 30 § 4 k.p. w oświadczeniu pracodawcy powinna być wskazana przyczyna uzasadniająca wypowiedzenie lub rozwiązanie umowy. W innym przypadku brak jest konieczności wskazywania przyczyny w oświadczeniu o wypowiedzeniu umowy o pracę zawartej na czas określony, czy też w zgodnym oświadczeniu stron o rozwiązaniu umowy o pracę za porozumieniem. Brak jest również konieczności wskazywania przyczyn rozwiązania umowy cywilnoprawnej w postaci umowy zlecenia czy umowy o dzieło. Taki kształt regulacji implikuje ryzyko, że wobec braku wskazanej przyczyny w dokumencie o rozwiązaniu danego stosunku prawnego podmiot składający zawiadomienie może korzystać z pewnej dowolności w zakresie określenia

- 7) prowadzonych przez właściwe organy nadzoru państw członkowskich Unii Europejskiej w okresie ostatnich 5 lat postępowaniach z wniosku lub zawiadomienia podmiotu składającego zawiadomienie dotyczących zamiaru nabycia albo objęcia akcji lub udziałów albo stania się podmiotem dominującym instytucji kredytowej, zakładu ubezpieczeń lub firmy inwestycyjnej, z podaniem organu prowadzącego postępowanie, daty wszczęcia i zakończenia postępowania, oznaczeniem podmiotu, którego dotyczył zamiar, oraz wskazaniem wyników postępowania.

W zakresie elementu oceny dotyczącego sytuacji finansowej podmiotu dokonującego zawiadomienia — w myśl dalszej części rozporządzenia w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień — przekazaniu podlegają takie informacje, jak:

- 1) zweryfikowane przez podmiot uprawniony do czynności rewizji finansowej¹⁰⁵ sprawozdania finansowe podmiotu składającego zawiadomienie za ostatnie 3 lata przed datą złożenia zawiadomienia lub z całego okresu działalności, jeżeli podmiot składający zawiadomienie wykonuje działalność gospodarczą przez czas krótszy niż okres 3 lat, w przypadku gdy obowiązek sporządzania takich sprawozdań finansowych wynika z odrębnych przepisów prawa; w przypadku gdy zawiadomienie zostało złożone w okresie poprzedzającym sporządzenie sprawozdania finansowego za okres danego roku obrotowego i jego weryfikację, składający zawiadomienie powinien przedłożyć wstępne sprawozdanie finansowe, a w razie jego braku — inne dokumenty potwierdzające jego sytuację finansową, aktualną na dzień złożenia zawiadomienia (zgodnie z § 2 pkt 11 RozpZawiad.);

przyczyny ustania zatrudnienia. Ponadto uchwycenie rzeczywistej inicjatywy strony w przypadku ustania zatrudnienia również ma ograniczone możliwości dowodowe, raczej sprowadzające się do sytuacji, w których nastąpiłoby to na mocy jednostronnego oświadczenia woli. W praktyce nawet pomimo faktu, że strony zawierają porozumienie o rozwiązaniu umowy, to jednak intencja jego zawarcia mogła leżeć po jednej ze stron, a jedynie środek do rozwiązania współpracy może zostać dobrany jako mniej dolegliwy.

105 Zgodnie z art. 2 pkt 7 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz.U. z 2017 r. poz. 1089 z późn. zm., w skrócie: u.b.r.), przez czynności rewizji finansowej należy rozumieć usługi atestacyjne obejmujące badania, a także przeglądy sprawozdań finansowych i inne usługi atestacyjne określone przepisami prawa, zastrzeżone dla biegłego rewidenta, natomiast w myśl art. 2 pkt 5 u.b.r. przez usługi atestacyjne należy rozumieć usługi mające na celu uwiarygodnienie w wysokim lub umiarkowanym stopniu zagadnień obejmujących w szczególności informacje finansowe i niefinansowe, systemy, procesy, a także aspekty zachowań lub postaw określonych podmiotów, w oparciu o dowody uzyskane w trakcie przeprowadzenia odpowiednich procedur, stanowiące podstawę wydawanej, zgodnie z przyjętymi kryteriami, oceny zagadnień będących przedmiotem tych usług, zamieszczonej w sprawozdaniu z wykonanej usługi.

- 2) potwierdzone przez właściwe banki informacje o przepływach środków pieniężnych na rachunkach bankowych¹⁰⁶ podmiotu składającego zawiadomienie obejmujące okres roku do dnia złożenia zawiadomienia¹⁰⁷ (zgodnie z § 2 pkt 12 RozpZawiad.);

106 Wymóg przedstawienia w zawiadomieniu informacji o przepływach środków pieniężnych na rachunkach bankowych podmiotu składającego zawiadomienie został określony nieprecyzyjnie. Z praktycznego punktu widzenia wydaje się, że wystarczająca będzie historia rachunku bankowego zawiadamiającego. Jednak w takim przypadku może dojść do sytuacji, w której przekazane zostaną informacje dotyczące np. płac na rzecz zatrudnionych pracowników, tj. zarówno wysokości wynagrodzenia, jak i imienia i nazwiska pracownika oraz jego adresu zamieszkania, gdyż są to do zasady dane podstawowe przy realizowaniu dyspozycji przelewu. W takiej sytuacji wątpliwości budzi możliwość udostępnienia tego rodzaju danych w kontekście zgody osoby fizycznej (pracownika) na przetwarzanie jej danych osobowych w danym celu. Zgodnie bowiem z art. 6 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych; Dz.Urz. UE L 2016.119.1 z 04.05.2016 r., w skrócie: RODO) przetwarzanie jest zgodne z prawem wyłącznie w przypadkach, gdy — i w takim zakresie, w jakim — spełniony jest co najmniej jeden z warunków: a) osoba, której dane dotyczą, wyraziła zgodę na przetwarzanie swoich danych osobowych w jednym lub większej liczbie określonych celów; b) przetwarzanie jest niezbędne do wykonania umowy, której stroną jest osoba, której dane dotyczą, lub do podjęcia działań na żądanie osoby, której dane dotyczą, przed zawarciem umowy; c) przetwarzanie jest niezbędne do wypełnienia obowiązku prawnego ciążącego na administratorze; d) przetwarzanie jest niezbędne do ochrony żywotnych interesów osoby, której dane dotyczą, lub innej osoby fizycznej; e) przetwarzanie jest niezbędne do wykonania zadania realizowanego w interesie publicznym lub w ramach sprawowania władzy publicznej powierzonej administratorowi; f) przetwarzanie jest niezbędne do celów wynikających z prawnie uzasadnionych interesów realizowanych przez administratora lub przez stronę trzecią, z wyjątkiem sytuacji, w których nadrzędny charakter wobec tych interesów mają interesy lub podstawowe prawa i wolności osoby, której dane dotyczą, wymagające ochrony danych osobowych, w szczególności gdy osoba, której dane dotyczą, jest dzieckiem. W omawianym przypadku można poszukiwać spełnienia przesłanki zawartej w lit. c) powyżej wskazującej, że przetwarzanie danych osobowych jest niezbędne do wypełnienia obowiązku prawnego ciążącego na administratorze (przy założeniu, że osoby fizyczne, których dane osobowe będą przetwarzane, są np. pracownikami podmiotu składającego zawiadomienie, a ten jest administratorem tych danych). Celem jednak uniknięcia ryzyka nieuprawnionego przetwarzania danych osobowych pracowników można by rozważyć uzyskanie od banku informacji o zagregowanych danych o przepływach pieniężnych obejmujących łącznie wysokość środków pieniężnych przekazywanych na wynagrodzenia pracowników lub przygotowanie informacji w części zanonimizowanej. Przygotowanie takiej informacji wymagałoby jednak pracy analitycznej po stronie właściwego banku, co nie zawsze może okazać się możliwe.

107 Regulację dotyczącą potwierdzenia przez bank informacji o przepływach środków pieniężnych na rachunkach bankowych podmiotu składającego zawiadomienie ocenić należy jako wysoce nieprecyzyjną. Nie został bowiem wskazany zakres tej informacji. W szczególności czy ma ona zawierać wyłącznie kwoty i kierunek operacji finansowych (obciążenie lub uznanie rachunku), czy może również wskazanie drugiej strony transakcji oraz przedmiotu (tytuł przelewu). Ogólne określenie wskazujące na konieczność przekazania informacji o przepływach finansowych po stronie Komisji Nadzoru Finansowego powoduje powstanie uprawnienia do żądania uzupełnienia

- 3) kopie zeznań podatkowych składanych na podstawie przepisów o podatku dochodowym od osób fizycznych za ostatnie 3 lata podatkowe — w przypadku podmiotu składającego zawiadomienie będącego osobą fizyczną, który nie ma obowiązku sporządzania sprawozdań finansowych (zgodnie z § 2 pkt 13 RozpZawiad.);
- 4) zaświadczenie właściwych organów podatkowych o niezaleganiu w podatkach lub stwierdzające stan zaległości¹⁰⁸ podmiotu składającego zawiadomienie oraz zaświadczenie wydane przez właściwą instytucję ubezpieczeń społecznych o niezaleganiu w opłacaniu składek na ubezpieczenia społeczne¹⁰⁹ (zgodnie z § 2 pkt 14 RozpZawiad.);
- 5) informację o ratingach podmiotu składającego zawiadomienie oraz jego podmiotów zależnych oraz ich zmianach w okresie ostatnich 3 lat poprzedzających dzień złożenia zawiadomienia, ze wskazaniem instytucji nadającej rating oraz wyjaśnieniem jego znaczenia, albo o braku nadanego ratingu (zgodnie z § 2 pkt 15 RozpZawiad.).

Ostatnia kategoria dokumentów, jakie powinny zostać dołączone do zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji, obejmuje informacje bezpośrednio związane z zamiarem nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Do informacji tych zalicza się:

- 1) oświadczenie o liczbie akcji, które mają być nabyte, ze wskazaniem ich udziału w liczbie głosów na walnym zgromadzeniu i kapitale zakładowym z uwzględnieniem wszystkich przywilejów¹¹⁰ lub ograniczeń¹¹¹ (zgodnie z § 2 pkt 16 RozpZawiad.);
- 2) w przypadku działania w porozumieniu — charakterystykę porozumienia, ze wskazaniem prawa właściwego oraz praw i obowiązków stron porozumienia (zgodnie z § 2 pkt 17 RozpZawiad.);
- 3) oświadczenie o wysokości i udokumentowanym źródle pochodzenia środków, które mają być przeznaczone na realizację zamiaru, o którym mowa

informacji w tym zakresie, jeżeli Komisja Nadzoru Finansowego uzna, że przedłożone dane są niewystarczające i nie przedstawiają całokształtu okoliczności dotyczących przepływów środków pieniężnych na rachunkach bankowych zawiadamiającego.

108 Wydawane na podstawie rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 grudnia 2015 r. w sprawie zaświadczeń wydawanych przez organy podatkowe (Dz.U. z 2020 r. poz. 730 t.j.).

109 Wydawane na podstawie ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 1998 r. Nr 137 poz. 887 z późn. zm.) w związku z art. 217—219 k.p.a.

110 W myśl art. 351 k.s.h. spółka akcyjna może wydawać akcje o szczególnych uprawnieniach, które powinny być określone w statucie spółki. Uprzywilejowanie to może dotyczyć w szczególności prawa głosu, prawa do dywidendy lub podziału majątku w przypadku likwidacji spółki.

111 Na przykład wyłączenie prawa głosu z akcji, gdzie zgodnie z art. 353 § 3 k.s.h. wobec akcji uprzywilejowanej w zakresie dywidendy może być wyłączone prawo głosu (akcje nieme).

w art. 54 ust. 1 u.f.i., oraz o sposobie i terminach ich przekazania, jak również wskazanie, czy są one pożyczone lub w inny sposób obciążone, ze wskazaniem pożyczkodawcy lub podmiotu, na rzecz którego środki są obciążone, oraz tytułu prawnego do korzystania z tych środków, warunków udzielenia pożyczki lub obciążenia środków i zwrotu pożyczki lub ustania obciążenia (zgodnie z § 2 pkt 18 RozpZawiad.)¹¹²;

- 4) oświadczenie o aktywach podmiotu składającego zawiadomienie, które mają być zbyte w ciągu roku od dnia złożenia zawiadomienia, ze wskazaniem żądanej ceny¹¹³ (zgodnie z § 2 pkt 19 RozpZawiad.)¹¹⁴.

112 Wydaje się, że informacje dotyczące warunków udzielenia pożyczki powinny określać takie informacje, jak wysokość oprocentowania, czas trwania umowy pożyczki, formy jej zabezpieczenia, jeżeli takie zostało ustanowione (np. zabezpieczenie w postaci ustanowienia hipoteki czy obciążenie zastawem).

113 Konieczność przekazania informacji tego rodzaju może budzić wątpliwości w szczególności w sytuacji, gdy podmiot składający zawiadomienie miałby status spółki publicznej. W takim przypadku zawarcie istotnej umowy, np. zbycia długoterminowego aktywa finansowego w postaci akcji czy udziałów innej spółki, wymagałoby sporządzenia przez zawiadamiającego określonego raportu bieżącego w trybie upublicznienia informacji poufnej zgodnie z art. 17 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (dalej: rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego 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.). W przypadku przekazania tego rodzaju informacji będącej informacją poufną pracownicy Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego wchodzi w jej posiadanie i mogą zostać uznani za tzw. *insiderów* wtórnych. Szerzej na temat istoty i charakteru informacji poufnej w spółce publicznej, możliwości jej opóźnienia, obowiązków informacyjnych z nią związanych oraz kategoryzacji *insiderów*, w tym pracowników organu nadzoru, zob. A. Lichosik, *Informacje poufne w spółce publicznej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2016, s. 76–77.

114 W praktyce uczynienie zadość temu wymaganiu może okazać się trudne z kilku powodów. Po pierwsze, decyzja o zbyciu danego aktywa powinna zostać podjęta z rocznym wyprzedzeniem, tymczasem np. w bieżącej działalności gospodarczej przedsiębiorcy decyzję o tego rodzaju przesunięciach majątkowych dokonywanych pomiędzy spółkami z tej samej grupy kapitałowej często podejmują na bieżąco. Co zatem w sytuacji, kiedy zawiadamiający jeszcze w trakcie trwania postępowania zadecyduje o zbyciu aktywa, którego nie wskazał w oświadczeniu kierowanym do Komisji Nadzoru Finansowego? Za zasadne można uznać w takim przypadku przekazanie przez zawiadamiającego stosownego oświadczenia z wyjaśnieniem zaistniałych okoliczności. W takiej jednak sytuacji Komisja Nadzoru Finansowego może uznać takie oświadczenie za uzupełnienie materiału dowodowego i zadecydować o przedłużeniu terminu na wydanie decyzji administracyjnej w sprawie złożonego zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji. Pojawia się zatem wątpliwość, czy powyższe nie stwarza po stronie Komisji Nadzoru Finansowego możliwości wzruszenia już zakończonego postępowania lub w przypadku zbycia aktywa, jeszcze w trakcie toczącego się postępowania, czy nie stwarza podstawy do złożenia sprzeciwu. Po drugie, konieczność wskazania żądanej ceny w praktyce może powodować znaczne trudności. O ile bowiem w dniu składania oświadczenia zawiadamiający przewiduje, że zamierza dokonać zbycia danego aktywa, to konieczność wskazania ceny wymaga, aby w tym dniu dokonał wyceny tego aktywa. Nieodłączną cechą środków majątkowych jest zmiana ich wartości w czasie (i to niezależnie od tego czy są to

Z punktu widzenia stabilnego i ostrożnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych szczególnie istotne jest, że Komisji Nadzoru Finansowego przekazywana jest informacja o źródle pochodzenia środków, które zostaną przeznaczone na nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, oraz o sposobie i terminach ich przekazania. W praktyce wprowadza to konieczność przedstawienia Komisji Nadzoru Finansowego harmonogramu realizacji potencjalnej transakcji. O ile jednak co do sposobu przekazania środków (przelew, umowa *datio in solutum*) jest to na tym etapie możliwe, o tyle w zakresie określenia terminu przekazania środków harmonogram jest uzależniony od możliwości realizacji zamiaru, tj. od braku złożenia sprzeciwu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Zatem na tym etapie postępowania możliwe wydaje się jedynie określenie pewnego momentu w przyszłości lub przedziału czasu skorelowanego z wydaniem decyzji przez Komisję Nadzoru Finansowego lub — w przypadku braku wydania decyzji — z upływem ustawowego terminu na złożenie sprzeciwu. Chociaż w przypadku ewentualnych wezwań Komisji Nadzoru Finansowego do uzupełnienia braków w zawiadomieniu, a tym samym zawieszeniu biegu terminu, w jakim Komisja Nadzoru Finansowego może złożyć sprzeciw, wskazanie hipotetycznego momentu w przyszłości, w jakim transakcja nabycia akcji może zostać sfinalizowana, będzie utrudnione, nieprecyzyjne lub wręcz błędne. Warto w tym przypadku postulować doprecyzowanie tego terminu jako określonego momentu w przyszłości, np.: „w ciągu miesiąca od wydania pozytywnej decyzji przez Komisję Nadzoru Finansowego w przedmiocie wyrażenia zgody na nabycie przez zawiadamiającego akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych” lub „w ciągu miesiąca od dnia upływu terminu na zgłoszenie przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu co do nabycia przez zawiadamiającego akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych”.

Komisja Nadzoru Finansowego bada ponadto źródło pochodzenia środków, tj. czy zawiadamiający posiada je w wyniku zawarcia umowy pożyczki lub czy są one w inny sposób obciążone. Zawiadamiający powinien wskazać osobę pożyczkodawcy lub podmiot, na rzecz którego środki są obciążone, oraz tytuł prawny do korzystania z tych środków, warunki udzielenia pożyczki lub obciążenia środków oraz warunki zwrotu pożyczki lub ustania obciążenia.

nieruchomości, ruchomości, które podlegają amortyzacji, czy udziały w spółce prawa handlowego). Z tego względu konieczność wskazania w oświadczeniu dołączanym do zawiadomienia ceny, za jaką zawiadamiający zamierza zbyć dane aktywo w ciągu najbliższego roku, może wymusić dokonanie ponownej wyceny tuż przed dokonaniem zbycia danego aktywum, gdyż zasadniczo cena powinna odpowiadać wartości godziwej czy rynkowej aktywum. Zob. szerzej: I. Budzik-Nowodzińska, *Wartość godziwa w wycenie przedsiębiorstwa*, „Studia Ekonomiczne” [Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach] 2012, nr 126, s. 23—36.

Szczególne znaczenie z punktu widzenia oceny spełnienia przez podmiot zawiadamiający przesłanki ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem ma fakt, iż wraz z zawiadomieniem przekazywane jest oświadczenie w zakresie informacji dotyczących planów marketingowych, operacyjnych, finansowych oraz organizacji i zarządzania — plany inwestycyjne składającego zawiadomienie w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz proponowane kierunki rozwoju działalności tego towarzystwa (zgodnie z § 2 pkt 20 RozpZawiad.).

W tym obszarze zakres przedmiotowy wymaganych informacji prawodawca różnicuje w zależności od wielkości pakietu akcji, jakiego dotyczy zamiar nabycia zgłoszony w zawiadomieniu. W przypadku zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie pozwalającej na uzyskanie lub przekroczenie 50% głosów na walnym zgromadzeniu lub w kapitale zakładowym do zawiadomienia należy dołączyć plan działalności zawierający:

- a) plan rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych, obejmujący uzasadnienie zamiaru, którego dotyczy zawiadomienie, średnio-terminowe cele finansowe, kierunki rozwoju działalności obejmujące przewidywane zmiany w zakresie docelowych grup klientów¹¹⁵ i oferowanych produktów, działania mające na celu integrację towarzystwa funduszy inwestycyjnych z grupą podmiotów, do której należy podmiot składający zawiadomienie,
- b) oczekiwane przyszłe dane finansowe towarzystwa funduszy inwestycyjnych na okres 3 lat, obejmujące przewidywany bilans oraz rachunek zysków i strat¹¹⁶, przewidywane wskaźniki wypłacalności, informację o poziomie narażenia na poszczególne rodzaje ryzyka, przewidywane transakcje wewnątrz grupy,
- c) opis wpływu realizacji zamiaru objętego zawiadomieniem na organizację towarzystwa funduszy inwestycyjnych i zarządzanie nim, obejmujący

115 Przez grupę docelową zgodnie z § 1 pkt 30 rozporządzenia Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2020 r. poz. 2103) rozumie się określoną przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych grupę nabywców jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, z których potrzebami, cechami lub celami te jednostki uczestnictwa są zgodne.

116 Odpowiednio, jeżeli towarzystwo funduszy inwestycyjnych sporządza sprawozdanie finansowe zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej na podstawie rozporządzenia Komisji (WE) nr 1126/2008 z dnia 3.11.2008 r., przyjmuje określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz.Urz. UE L z 2021 r. nr 11/7).

liczbę członków zarządu i podział zadań między członków zarządu¹¹⁷, projektowane regulacje wewnętrzne towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w tym w zakresie rachunkowości, badania sprawozdań finansowych i kontroli wewnętrznej¹¹⁸, oraz osoby odpowiedzialne za ich realizację,

d) projektowaną architekturę systemów informatycznych¹¹⁹ towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w tym w zakresie polityki kontraktowej,

117 W zakresie podziału obszarów nadzorowanych przez poszczególnych członków zarządu należy mieć na względzie art. 42a ust. 1 u.f.i. obowiązujący na mocy nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych od 30 listopada 2019 r., zgodnie z którym w zarządzie towarzystwa funduszy inwestycyjnych wyodrębnia się funkcje: członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem w towarzystwie funduszy inwestycyjnych; oraz członka zarządu nadzorującego podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących portfeli inwestycyjnych funduszy zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub portfeli, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Przy czym w myśl art. 42a ust. 3 u.f.i. w ramach wewnętrznego podziału kompetencji w zarządzie towarzystwa funduszy inwestycyjnych: funkcja prezesa zarządu nie może być łączona z funkcją członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem; a funkcje członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem i członka zarządu nadzorującego podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących portfeli inwestycyjnych funduszy zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub portfeli, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie mogą być ze sobą łączone. Podział obszarów pomiędzy członków zarządu powinien również uwzględniać regulacje rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (Dz.Urz. UE L 83/1 z 22.03.2013 r.), gdzie zgodnie z jego motywem 53 preambuły, który odwołując się do wymogów dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.Urz. UE L 174/1 z 01.07.2011), wskazuje, że funkcja zarządzania ryzykiem powinna być funkcjonalnie i hierarchicznie oddzielona od jednostek operacyjnych, a osoby pełniące funkcję zarządzania ryzykiem nie powinny wykonywać żadnych sprzecznych zadań ani nie powinny być nadzorowane przez osobę odpowiadającą za spreczne funkcje.

118 Z powyższego wynika, że podmiot składający zawiadomienie powinien przedstawić projekty takich regulacji wewnętrznych, jak np. regulamin systemu kontroli wewnętrznej obejmujący system zgodności z prawem, audyt wewnętrzny, system zarządzania ryzykiem, które powinny spełniać wymogi przewidziane w przepisach rozporządzenia Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

119 Podmiot składający zawiadomienie w projekcji architektury teleinformatycznej powinien uwzględnić Wytoczne Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w towarzystwach funduszy inwestycyjnych, Warszawa, 16 grudnia 2014 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Wytoczne_IT_TFI_39999.pdf (dostęp: 1.06.2021).

- przepływu danych, zastosowania oprogramowania wewnętrznego i zewnętrznego oraz bezpieczeństwa danych i systemów,
- e) politykę w zakresie zlecenia przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządzania portfelami inwestycyjnymi funduszy inwestycyjnych innym podmiotom, w tym w zakresie praw i obowiązków towarzystwa funduszy inwestycyjnych w ramach umów z tymi podmiotami.

Warto w tym miejscu zauważyć, że tak szczegółowy poziom informacji koniecznych do przekazania wraz z zawiadomieniem o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie pozwalającej na uzyskanie lub przekroczenie 50% głosów na walnym zgromadzeniu lub w kapitale zakładowym niejako wymusza na podmiocie składającym zawiadomienie już w momencie ukonstytuowania się samego zamiaru nabycia akcji, aby posiadał wiedzę i kompetencje merytoryczne dotyczące działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych. Jednakże biorąc pod uwagę fakt, że nabycie co najmniej 50% głosów na walnym zgromadzeniu lub w kapitale zakładowym towarzystwa funduszy inwestycyjnych może spowodować przejęcie kontroli nad takim podmiotem, skalę regulacji w tym zakresie należy uznać za uzasadnioną.

Z takiego zakresu regulacji wynika, że podmiot zamierzający nabyć co najmniej 50% głosów na walnym zgromadzeniu lub w kapitale zakładowym towarzystwa funduszy inwestycyjnych w zasadzie powinien dysponować założeniami co do przyszłej działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych — zarówno w zakresie procedur i regulacji wewnętrznych takiego towarzystwa, jego strategii biznesowej, polityki dywidendowej, celów zarządczych, jak i składu personalnego organu zarządzającego towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Przepisy wskazują tym samym pośrednio na zależność pomiędzy wiodącym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych a składem zarządu towarzystwa, pomimo że zgodnie z zasadą ogólną wyrażoną w art. 368 § 4 k.s.h. członków zarządu powołuje i odwołuje rada nadzorcza, a w myśl art. 385 § 1 k.s.h. członków rady nadzorczej powołuje i odwołuje walne zgromadzenie.

W przypadku, gdy zgłoszony zamiar dotyczy nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie odpowiadającej 20% lub więcej głosów na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub jego kapitału zakładowego, do zawiadomienia należy dołączyć strategię działalności obejmującą:

- a) okres, przez jaki podmiot składający zawiadomienie zamierza posiadać akcje lub prawa z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz zamiary zwiększenia, zmniejszenia lub utrzymania liczby posiadanych akcji lub praw z akcji w przyszłości,

- b) oświadczenie, czy podmiot składający zawiadomienie zamierza być aktywnym akcjonariuszem mniejszościowym, ze wskazaniem, jakie kierunki rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych będzie popierał, a jakich nie, wraz z uzasadnieniem takiego stanowiska,
- c) oświadczenie o woli i możliwościach finansowych udziału w podwyższaniu kapitału zakładowego towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przypadku rozwoju jego działalności lub trudności finansowych¹²⁰,
- d) szczegółowy opis wpływu na finanse towarzystwa funduszy inwestycyjnych (z uwzględnieniem polityki w zakresie dywidendy)¹²¹,
- e) strategię rozwoju towarzystwa funduszy inwestycyjnych,
- f) lokaty aktywów¹²²,
- g) oczekiwania podmiotu składającego zawiadomienie w zakresie planu rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych, obejmującego uzasadnienie zamiaru, którego dotyczy zawiadomienie, średnio-terminowe cele finansowe, kierunki rozwoju działalności obejmujące przewidywane zmiany w zakresie docelowych grup klientów i oferowanych produktów, działania mające na celu integrację towarzystwa funduszy inwestycyjnych z grupą podmiotów, do której należy podmiot składający zawiadomienie.

W przypadku kiedy zamiar dotyczy nabycia akcji w liczbie odpowiadającej 10% lub więcej głosów na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy

120 Analiza wskazanej przesłanki może budzić wątpliwości w kontekście uznania przez organ nadzoru, że możliwości finansowe podmiotu składającego zawiadomienie dotyczące udziału w podwyższaniu kapitału zakładowego towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przypadku rozwoju jego działalności lub trudności finansowych są niewystarczające, a w efekcie ocena ta może stać się elementem podstaw do złożenia przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu co do zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

121 Warto w tym miejscu przypomnieć, że polityka dywidendowa towarzystw funduszy inwestycyjnych jest jednym z obszarów zainteresowania organu nadzoru. Mianowicie w każdym roku kalendarzowym Komisja Nadzoru Finansowego publikuje swoje stanowisko w sprawie możliwości i zasad wypłaty dywidendy za dany rok kalendarzowy przez instytucje finansowe, w tym towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a możliwość wypłaty dywidendy warunkuje wynikiem otrzymanej oceny nadzorczej BION (Badanie i Ocena Nadzorcza), zob. np. Stanowisko KNF ws. polityki dywidendowej w 2021 r. z dnia 16 grudnia 2020 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_KNF_ws_polityki_dywidendowej_w_2021_r_71933.pdf (dostęp: 3.05.2021).

122 Odnośnie do niniejszego wymogu prawodawca pozostaje nieprecyzyjny. Przepis nie wskazuje bowiem, o jakiego rodzaju lokaty aktywów chodzi. Nie jest jasne, czy chodzi o część strategii działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych dotyczącą lokat aktywów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, czy o lokaty aktywów funduszy inwestycyjnych, którymi towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządza. W tym drugim przypadku należałoby uwzględnić *de facto* politykę inwestycyjną funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych i jej potencjalne zmiany.

inwestycyjnych lub jego kapitału zakładowego do zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych należy dołączyć:

- a) strategię działalności obejmującą okres, przez jaki podmiot składający zawiadomienie zamierza posiadać akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ze wskazaniem zamiarów zwiększenia, zmniejszenia lub utrzymania liczby posiadanych akcji w przyszłości,
- b) oświadczenie, czy podmiot składający zawiadomienie zamierza być aktywnym akcjonariuszem mniejszościowym, ze wskazaniem kierunków rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które będzie popierał, a jakich nie, wraz z uzasadnieniem takiego stanowiska,
- c) oświadczenie o woli i możliwościach finansowych udziału w podwyższaniu kapitału zakładowego towarzystwa funduszy inwestycyjnych w przypadku rozwoju jego działalności.

Na gruncie powyższej regulacji można postawić pytanie, w jakim zakresie proponowane przez podmiot zawiadamiający plany inwestycyjne czy kierunki rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą mieć wpływ na ocenę w zakresie przesłanki ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a w konsekwencji na decyzję Komisji Nadzoru Finansowego w przedmiocie złożenia bądź nie sprzeciwu odnośnie do realizacji zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Wydaje się, że w tym przypadku proponowane przez zawiadamiającego plany inwestycyjne czy kierunki rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą mieć istotny wpływ na ocenę, jakiej dokonuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Można również postawić pytanie, w jakim zakresie podmiot zawiadamiający jest związany przekazanymi planami inwestycyjnymi, kierunkami rozwoju działalności, oświadczeniem o zamiarze posiadania akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych przez określony czas czy zamiarze zwiększenia, zmniejszenia lub utrzymania liczby posiadanych akcji. Mianowicie: czy jeżeli już po nabyciu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych faktycznie realizowana strategia rozwoju będzie odbiegać od tej, która została przekazana Komisji Nadzoru Finansowego wraz z zawiadomieniem, to czy organowi nadzoru przysługują z tego tytułu określone środki nadzoru, względnie możliwość wznowienia postępowania?

Jako jedną z przesłanek wznowienia postępowania administracyjnego art. 145 § 1 pkt 1 k.p.a. wskazuje fakt, iż dowody, na podstawie których ustalono istotne dla sprawy okoliczności faktyczne, okazały się fałszywe. Do rozstrzygnięcia pozostaje zatem kwestia, czy dokonanie zmiany założeń zawartych w planie inwestycyjnym czy kierunkach rozwoju towarzystwa funduszy inwestycyjnych można uznać za dowód fałszywy. Co do zasady wydaje się, że

tego rodzaju oświadczenie nie powinno zostać uznane za dowód fałszywy, gdyż w dniu składania zawiadomienia (przy założeniu dobrej wiary) podmiot składający zawiadomienie miał zamiar wprowadzenia zmian, na jakie wskazał w przekazanym planie inwestycyjnym i kierunkach rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zatem nie było to oświadczenie fałszywe. Brak jest również regulacji, które jednoznacznie wskazywały na brak możliwości odstąpienia od założeń przyjętych na etapie postępowania administracyjnego przez Komisję Nadzoru Finansowego w sprawie zamiaru nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Taki stan rzeczy może jednak prowadzić do wniosku, że na etapie samego postępowania administracyjnego istnieje pokusa po stronie podmiotu składającego zawiadomienie, aby np. w zakresie kierunków rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych przedstawić Komisji Nadzoru Finansowego informacje częściowo lub całkowicie odmienne od tych, które zamierza w rzeczywistości zrealizować. Zatem o ile wydaje się, że wzruszenie zakończonego już postępowania w przedmiocie zgłoszenia zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie będzie miało w tym przypadku zastosowania, to Komisja Nadzoru Finansowego dysponuje stosownym katalogiem środków prawnych w ramach wykonywania bieżącego nadzoru nad towarzystwem funduszy inwestycyjnych, dzięki którym stopień i zakres realizacji zapewnień składanych uprzednio przez podmiot zawiadamiający może być przez organ nadzoru na bieżąco monitorowany¹²³.

Zakres przekazywanych w zawiadomieniu danych jest zróżnicowany w zależności od wielkości pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, który podmiot składający zawiadomienie zamierza nabyć. Poziom regulacji w tym zakresie należy ocenić jako bardzo szczegółowy. Poza informacjami na temat planów inwestycyjnych i strategii towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którego akcji dotyczy zawiadomienie, warto wskazać na tak szczegółowe dane, jak te dotyczące obszarów, za jakie będzie odpowiadał proponowany nowy członek zarządu. W praktyce jednak przekazanie informacji okazuje się trudne, podmiot zawiadamiający bowiem w większości przypadków nie ma wiedzy o treści regulaminu organizacyjnego obowiązującego w towarzystwie funduszy inwestycyjnych, zatem nie może precyzyjnie wskazać obszarów działalności, za które poszczególni przyszli członkowie zarządu będą odpowiadać. Z tym jednak zastrzeżeniem, że na podstawie „Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych”

123 Na przykład na podstawie regulacji zawartej w art. 225 ust. 1 u.f.i., zgodnie z którym towarzystwo funduszy inwestycyjnych i fundusz inwestycyjny mają obowiązek dostarczania Komisji Nadzoru Finansowego okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących ich działalności i sytuacji finansowej.

przyjętych przez Komisję Nadzoru Finansowego uchwałą z dnia 22 lipca 2014 r.¹²⁴, a ściślej w myśl § 1 ust. 4 instytucja nadzorowana powinna zapewnić jawność ustanowionej w regulacjach wewnętrznych struktury organizacyjnej poprzez zamieszczenie przynajmniej podstawowej struktury organizacyjnej na stronie internetowej. Jednak w rzeczywistości zakres informacji zamieszczanych na stronie internetowej zależy od uznania towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które może przyjąć bardzo ogólny sposób prezentacji struktury organizacyjnej.

Odnośnie do konieczności wskazania przez podmiot zawiadamiający oczekiwanych przyszłych danych finansowych towarzystwa funduszy inwestycyjnych na okres 3 lat, które powinny obejmować przewidywany bilans oraz rachunek zysków i strat czy przewidywane wskaźniki wypłacalności, warto zastanowić się, czy są to wielkości możliwe do oszacowania przez podmiot trzeci w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, który będąc podmiotem zewnętrznym wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych, już na etapie składania zawiadomienia powinien przedstawić prognozę aktywów i pasywów oraz należności i zobowiązań. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych niebędące spółką publiczną nie mają obowiązku publikowania sprawozdań finansowych w formie raportu okresowego jak ma to miejsce w przypadku spółek publicznych. Zgodnie bowiem z treścią normy z art. 56 ust. 1 pkt 2 u.o.p. emitent papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym jest zobowiązany do równoczesnego przekazywania Komisji Nadzoru Finansowego, spółce prowadzącej ten rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości informacji bieżących i okresowych. Wydaje się zatem, że jedyna możliwość odniesienia tych szacunków do realnych wartości historycznych sprowadza się do skorzystania z dotychczas opublikowanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych sprawozdań finansowych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Od 1 października 2018 r. — wobec obowiązku sporządzania sprawozdań finansowych w formie elektronicznej i zamieszczania ich w repozytorium dokumentów finansowych Krajowego Rejestru Sądowego¹²⁵ —

124 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_140904_Zasady_ladu_korporacyjnego_22072014_38575.pdf (dostęp: 3.05.2021).

125 Nowelizacja z dnia 26 stycznia 2018 r. ustawy z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (Dz.U. z 1997 r. Nr 121 poz. 769 z późn. zm.) wprowadziła od 1 października 2018 r. obowiązek składania do repozytorium dokumentów finansowych, m.in. sprawozdania finansowego. Zgodnie bowiem z art. 9a ust. 2 k.r.s. do repozytorium dokumentów finansowych są składane dokumenty, o których mowa w art. 69 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r. Nr 121 poz. 591, w skrócie: u.r.), tj. m.in. roczne sprawozdanie finansowe, sprawozdanie z badania, jeżeli podlegało ono badaniu, odpis uchwały bądź postanowienia organu zatwierdzającego o zatwierdzeniu rocznego sprawozdania finansowego i podziale zysku lub pokryciu straty, a w przypadku niektórych podmiotów także

istnieje obecnie możliwość zdalnego dostępu do danych finansowych. W poprzednim stanie prawnym wydaje się, że konieczne było stawiennictwo w sądzie rejonowym prowadzącym akta rejestrowe danego towarzystwa funduszy inwestycyjnych celem zapoznania się z aktami rejestrowymi, co jednak nie wpływało na usprawnienie całości procesu związanego ze złożeniem zawiadomienia, biorąc pod uwagę właściwość sądu rejestrowego zgodnie z siedzibą przedsiębiorcy¹²⁶.

W zakresie formalnych wymagań do zawiadomienia powinny zostać dołączone również:

- a) pełnomocnictwo lub inny dokument potwierdzający umocowanie osób podpisujących zawiadomienie do działania w imieniu podmiotu składającego zawiadomienie;
- b) pełnomocnictwo do doręczeń w toku postępowania w przedmiocie zawiadomienia — w sytuacji, gdy podmiot składający zawiadomienie ma miejsce zamieszkania lub siedzibę poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej.

Konkludując rozważania w zakresie dokumentów i informacji dołączanych do zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, należy stwierdzić, że wszystkie wskazane w tym rozdziale dokumenty i informacje składają się na materiał dowodowy, który stanowi podstawę ustalenia stanu faktycznego i prawnego w postępowaniu administracyjnym w przedmiocie zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wszczętym na podstawie art. 54 ust. 1 u.f.i. i prowadzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego. Zmiany stanu faktycznego mogą prowadzić do braku tożsamości sprawy administracyjnej wszczętej na skutek złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, np. wobec zmiany zamiaru, a wówczas postępowanie administracyjne może stać się bezprzedmiotowe¹²⁷.

sprawozdanie z działalności. Centralna Informacja Krajowego Rejestru Sądowego bezpłatnie udostępnia dokumenty z repozytorium dokumentów finansowych za pośrednictwem ogólnodostępnych sieci teleinformatycznych i każdy ma prawo przeglądania repozytorium dokumentów finansowych.

126 Zgodnie z art. 694² ustawy z dnia 17 listopada 1964 r. — Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 1964 r. Nr 43 poz. 296 z późn. zm., w skrócie: k.p.c.), w sprawach rejestrowych wyłącznie właściwy jest sąd rejonowy (sąd gospodarczy) właściwy ze względu na miejsce zamieszkania lub wpisaną w rejestrze siedzibę podmiotu, którego sprawa dotyczy (sąd rejestrowy).

127 W kwestii zmiany liczby akcji domu maklerskiego, których zamiar nabycia zgłoszono organowi nadzoru, zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 6 lutego 2013 r., sygn. akt: II GSK 2075/11, Legalis nr 645790.

2.3.3. Szczególna forma

Zgodnie z art. 54c ust. 1 u.f.i. zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych i załączane do niego dokumenty powinny zostać sporządzone w języku polskim lub przetłumaczone na język polski, a tłumaczenie powinno zostać sporządzone przez tłumacza przysięgłego lub właściwego konsula Rzeczypospolitej Polskiej. Tłumaczenia może dokonać tłumacz przysięgły w rozumieniu art. 2 ust. 1 ustawy z dnia 25 listopada 2004 r. o zawodzie tłumacza przysięgłego¹²⁸ lub konsul, o którym mowa w art. 10 ustawy z dnia 25 czerwca 2015 r. Prawo konsularne¹²⁹. Ustawodawca nie wyjaśnia przy tym pojęcia „właściwy konsul”. W doktrynie przyjmuje się jednak, że chodzi o konsula sprawującego urząd w kraju, w którego języku urzędowym został sporządzony dany dokument¹³⁰.

Dokumenty urzędowe przed tłumaczeniem powinny zostać zalegalizowane przez konsula Rzeczypospolitej Polskiej na podstawie art. 32 Prawa konsularnego, zgodnie z którym konsul w szczególności może poświadczyć autentyczność podpisu i charakter, w jakim działała osoba podpisująca dokument urzędowy lub dokonująca jego uwierzytelnienia, oraz tożsamość pieczęci albo stempla, którym jest opatrzony ten dokument. Uwierzytelnienie zagranicznego dokumentu urzędowego powinno zawierać również potwierdzenie, że organ, który go sporządził, został powołany zgodnie z prawem miejscowym, a forma dokumentu jest zgodna z tym prawem¹³¹. Legalizacja zagranicznych dokumentów dotyczy

128 Dz.U. z 2004 r. Nr 273 poz. 2702 z późn. zm. Zgodnie z tym przepisem tłumaczem przysięgłym może być osoba fizyczna, która: 1) ma obywatelstwo polskie albo obywatelstwo jednego z państw członkowskich Unii Europejskiej, państw członkowskich Europejskiego Porozumienia o Wolnym Handlu (EFTA) — stron umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, obywatelstwo Konfederacji Szwajcarskiej albo obywatelstwo innego państwa, jeżeli na podstawie i zasadach określonych w przepisach prawa Unii Europejskiej przysługuje jej prawo podjęcia zatrudnienia lub samozatrudnienia na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub, na zasadach wzajemności, obywatelstwo innego państwa; 2) zna język polski; 3) ma pełną zdolność do czynności prawnych; 4) nie była karana za przestępstwo umyślne, przestępstwo skarbowe lub za nieumyślne przestępstwo przeciwko bezpieczeństwu obrotu gospodarczego; 5) ukończyła studia wyższe; 6) złożyła z wynikiem pozytywnym egzamin z umiejętności tłumaczenia z języka polskiego na język obcy oraz z języka obcego na język polski.

129 Dz.U. z 2015 r. poz. 1274 z późn. zm. Zgodnie z tym przepisem konsulem jest kierownik urzędu konsularnego, a w okręgu konsularnym, w którym nie utworzono urzędu konsularnego — powołany urzędnik konsularny w przedstawicielstwie dyplomatycznym.

130 Zob. P. Wajda, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 1088.

131 Tak E. Wierzbowski, *Międzynarodowy obrót prawny w sprawach cywilnych*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1971, s. 159 i n.

wyłącznie dokumentów urzędowych¹³² (nie obejmuje dokumentów prywatnych) i nie dotyczy sytuacji, w których umowa międzynarodowa, której Rzeczpospolita Polska jest stroną, stanowi inaczej¹³³.

Zagraniczne dokumenty urzędowe zgodnie art. 1138 k.p.c. w postępowaniu cywilnym mają co do zasady moc dowodową na równi z polskimi dokumentami urzędowymi. W ramach postępowania administracyjnego brak jest jednak przepisu, który zawierałby uregulowanie w zakresie uznawalności dokumentów zagranicznych. Zarówno przedstawiciele doktryny, jak i judykatura wskazują na możliwość analogicznego stosowania art. 1138 k.p.c. również poza postępowaniem cywilnym¹³⁴.

2.3.4. Oświadczenie

Zgodnie z art. 54d u.f.i. w uzasadnionych przypadkach, w szczególności, gdy prawo kraju właściwego nie przewiduje sporządzania wymaganych dokumentów, podmiot składający zawiadomienie lub osoba, której sprawa dotyczy, może w miejsce tych dokumentów złożyć stosowne oświadczenie zawierające wymagane informacje. Ustawodawca, dostrzegając możliwość wystąpienia różnic pomiędzy poszczególnymi systemami prawnymi, wprowadza ułatwienie dowodowe i dopuszcza złożenie oświadczenia, które w swej treści zastępuje wymagany dokument. W tej sytuacji mamy do czynienia ze zmianą jakości dokumentu przedstawianego jako dowód w postępowaniu administracyjnym, jednak uwzględniając całokształt okoliczności, wydaje się, że jest to zmiana konieczna.

Przepis nie wskazuje na formę, w jakiej takie oświadczenie powinno być złożone. Przy czym, biorąc pod uwagę ogólną zasadę pisemności postępowania administracyjnego¹³⁵, należy przyjąć, że oświadczenie powinno mieć formę dokumentu zawierającego wymagane informacje, których przedłożenie w inny sposób jest niemożliwe.

132 Szerzej na temat zagranicznych dokumentów urzędowych zob. J. Ciszewski, w: *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, t. 6: *Międzynarodowe postępowanie cywilne. Sąd polubowny (arbitrażowy)*, red. T. Ereciński, Wolters Kluwer, Warszawa 2017, s. 564 i n.; J. Ciszewski, w: *Komentarz do Kodeksu postępowania cywilnego*, cz. 3: *Przepisy z zakresu międzynarodowego postępowania cywilnego*, red. T. Ereciński, J. Ciszewski, LexisNexis, Warszawa 2004, s. 207—213.

133 Szerzej na temat wyłączenia obowiązku legalizacji dokumentów zob. M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: *Art. 1—157...*, s. 670—673.

134 Por. J. Ciszewski, w: *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, t. 6..., s. 564 i n.; Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 16 marca 2007 r., sygn. akt: III CSK 380/O6, LEX nr 457689.

135 Zob. A. Majewska, *Zakres obowiązywania zasad ogólnych postępowania administracyjnego*, „*Studia Iuridica Lublinensia*” 2016, vol. 4, s. 147—170.

Regulację w tym zakresie należy ocenić pozytywnie, gdyż pozwala ona uniknąć sytuacji, w której Komisja Nadzoru Finansowego wezwie podmiot składający zawiadomienie do uzupełnienia braków, które w rzeczywistości są nieusuwalne z uwagi na brak możliwości wydania danego dokumentu. W konsekwencji po stronie Komisji Nadzoru Finansowego powstałaby uzasadniona przesłanka do złożenia sprzeciwu na podstawie art. 54h ust. 1 pkt 1 lub 2 u.f.i.¹³⁶ Uzasadnienie dla złożenia oświadczenia zamiast wymaganych dokumentów może mieć miejsce nie tylko w sytuacji, gdy brak jest możliwości wydania danego dokumentu w systemie prawnym kraju, z którego pochodzi podmiot składający zawiadomienie, lecz także w innych przypadkach. Ustawodawca w art. 54d u.f.i. nie wskazuje na enumeratywne wyliczenie tych sytuacji, lecz ogólnie przyjmuje, że powinny to być „uzasadnione przypadki”, obiektywnie niemożliwe do spełnienia. Okoliczność skorzystania z dyspozycji art. 54d u.f.i. powinna podlegać weryfikacji przez Komisję Nadzoru Finansowego¹³⁷, która jeżeli uzna, że po stronie zawiadamiającego nie było podstaw do jego zastosowania, może — na podstawie art. 54g ust. 2 u.f.i. — wezwać zawiadamiającego do uzupełnienia braków w zawiadomieniu.

2.4. Uwagi końcowe

Ocena ostrożnościowa kryterium reputacji potencjalnego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych realizowana jest w oparciu o instytucję prawną publicznoprawnego obowiązku dokonania zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Obowiązek ten dotyczy nie tylko podmiotu, który pośrednio zamierza nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych, lecz także zastawnika i użytkownika akcji, jeżeli zgodnie z art. 340 § 1 k.s.h. są oni uprawnieni do wykonywania prawa głosu z akcji. Dodatkowo do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zobowiązany jest tzw. bierny (pasywny) nabywca akcji, czyli podmiot, który uzyskał prawo głosu na walnym zgromadzeniu na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i. (tj. 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów na walnym

136 Por. H. Kosiński, w: *Prawo bankowe. Komentarz...*, s. 100 i n.

137 P. Wajda, na gruncie analogicznej regulacji zawartej w art. 106d u.f.i., wskazuje, że stosowanie przewidzianej tam regulacji jest uprawnieniem Komisji Nadzoru Finansowego, a nie zawiadamiającego, zob. P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 1178—1179.

zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym) w wyniku zdarzeń innych niż nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w szczególności na skutek zmiany statutu, wygaśnięcia uprzywilejowania czy ograniczenia akcji co do prawa głosu, a także w wyniku dziedziczenia. Ponadto zgodnie z art. 54 ust. 7 u.f.i. obowiązek dokonania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych ma odpowiednie zastosowanie w przypadku, w którym dwa lub więcej podmiotów działa w porozumieniu, którego przedmiotem jest wykonywanie prawa głosu z akcji na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i. Omówiony w rozdziale zakres przedmiotowy zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wskazuje na katalog informacji, jakie należy przekazać wraz z zawiadomieniem. W art. 54b u.f.i. określono zawartość tego katalogu, który obejmuje dwie ogólne kategorie informacji. Pierwsza z nich to informacje pozwalające na poprawną identyfikację podmiotu składającego zawiadomienie wraz z określeniem osób nim zarządzających oraz osób, które przewiduje on do zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a także informacje identyfikujące towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którego dotyczy zawiadomienie. Natomiast druga kategoria to informacje stanowiące materiał dowodowy będący podstawą do dokonania przez Komisję Nadzoru Finansowego oceny wpływu nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Na poziomie ustawowym wzmiankowany katalog informacji ma zasadniczo ogólny charakter. Szczegółowy zakres przedmiotowy informacji niezbędnych do załączenia do zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych uzupełnia na poziomie wykonawczym rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub o zamiarze stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W myśl regulacji zawartej w tym rozporządzeniu do zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych podmiot składający zawiadomienie załącza m.in. dokumenty identyfikujące osoby przewidziane na członków zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych (w tym informacje z Krajowego Rejestru Karnego oraz oświadczenia o zakończonych postępowaniach sądowych w sprawach gospodarczych czy zakończonych ukaraniem postępowaniach administracyjnych, dyscyplinarnych), informacje o strukturze grupy kapitałowej, do której należy, sytuacji finansowej, stosowanych środkach nadzorczych, przypadkach odmowy uzyskania lub cofnięcia jakiegokolwiek zezwolenia lub zgody w związku z wykonywaną lub planowaną działalnością albo pełnieniem

funkcji w organach instytucji rynku finansowego. Do zawiadomienia dodatkowo należy dołączyć m.in. kopie zeznań podatkowych, zaświadczenia właściwych organów podatkowych o niezaleganiu z płatnością podatków, a także informacje w zakresie planów marketingowych, operacyjnych, finansowych oraz organizacji i zarządzania czy plany inwestycyjne składającego zawiadomienie w stosunku do towarzystwa oraz proponowane kierunki rozwoju działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zakres wymogów informacyjnych i dokumentacyjnych rozporządzenie różnicuje w zależności od wielkości pakietu akcji, jaki ma być przedmiotem zawiadomienia. Liczba wymaganej dokumentacji i jej zakres rośnie wprost proporcjonalnie do wielkości pakietu akcji objętego zamiarem nabycia.

Na podstawie rozważań przeprowadzonych w rozdziale trzeba stwierdzić, że ustawodawca wprowadza wyjątkowo szczegółową regulację w zakresie katalogu dokumentów, jakie należy przedłożyć Komisji Nadzoru Finansowego w celu wykazania, że podmiot zawiadamiający spełnia przesłanki określone w art. 54h ust. 2 i 3 u.f.i. i brak jest podstaw do zakwestionowania możliwości pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Pomimo tego w kontekście rozważań zawartych w rozdziale 1, a dotyczących ułomności definicji legalnej pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz wobec prawnych możliwości wykorzystania różnych konstrukcji prawnych przy tworzeniu struktury potencjalnej transakcji nabycia akcji może okazać się, że tożsamość podmiotu mającego realny wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych pozostanie nieznana.

Rozdział 3

Elementy konstruktywne nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

3.1. Rozważania wprowadzające

Otoczenie regulacyjne specyficznego podmiotu gospodarczego, jakim jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, w kontekście struktury własnościowej pozwala na tworzenie różnego rodzaju konstrukcji prawnych z jego udziałem. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako uczestnik rynku kapitałowego może występować w zróżnicowanych sekwencjach prawnych. Specyfika samego towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w moim przekonaniu, stanowi pochodną regulacji prawnej opartej na konstrukcji, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako osoba prawna jest organem tworzącym, a później reprezentującym, przede wszystkim zaś zarządzającym inną osobą prawną, tj. funduszem inwestycyjnym, a działalność ta w zasadzie stanowi wyłączny przedmiot działalności gospodarczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Fundusz inwestycyjny jako forma zbiorowego inwestowania na rynku kapitałowym gromadzi środki pieniężne zebrane od wielu inwestorów, a kolejno lokuje je w określone w przepisach prawa instrumenty finansowe (w tym papiery wartościowe) w celu pomnożenia ich wartości. Z tego względu tak istotne jest budowanie zaufania inwestorów do podmiotów, jakimi są fundusze inwestycyjne, i to nie tylko poprzez wprowadzanie ustawowych ograniczeń funkcjonowania samych funduszy inwestycyjnych, lecz także przez wprowadzanie ustawowych ograniczeń rodzaju i zakresu działalności oraz sposobu funkcjonowania towarzystw funduszy inwestycyjnych¹.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych może prowadzić działalność wyłącznie w formie spółki akcyjnej. Natomiast akcjonariusze towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą występować w zróżnicowanych formach prawnych.

¹ M. Michalski, *Instytucjonalne uczestnictwo na rynku kapitałowym w aspekcie działalności funduszy inwestycyjnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1995, nr 10, s. 7—8.

Poza oczywistą sytuacją, w której akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być osoba fizyczna, może nim być także osoba prawna lub jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej, w tym spółka prawa handlowego. Ponieważ przypadek, w którym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest osoba fizyczna, nie budzi większych wątpliwości w zakresie ustalenia tożsamości akcjonariusza, głównym przedmiotem dalszej analizy będą sytuacje, w których akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest osoba prawna lub jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej. Zakres ten zostanie dodatkowo zawężony w oparciu o kryterium popularności powyższych konstrukcji prawnych w praktyce obrotu na rynku kapitałowym. Z tego względu w dalszej części rozdziału zostaną omówione konstrukcje prawne z wykorzystaniem w strukturze własnościowej towarzystwa funduszy inwestycyjnych głównie spółek prawa handlowego.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych może występować wyłącznie w formie prawnej spółki akcyjnej, która jednak może posiadać jednocześnie status spółki publicznej uregulowanej prawnie w ustawie o ofercie publicznej. Również akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być zarówno spółka akcyjna, jak i spółka publiczna. Wobec tego w niniejszym rozdziale w syntetyczny sposób zostaną przedstawione także szczególne obowiązki związane z nabyciem (zbyciem) akcji spółki publicznej, tj. obowiązek ujawniania znacznych pakietów akcji spółki publicznej oraz obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej — jako regulacje szczególne, modyfikujące podstawowe cywilnoprawne zasady nabywania akcji.

Celem tego rozdziału jest przedstawienie wybranych potencjalnych konstrukcji prawnych, które mogą wystąpić w strukturze akcjonariatu czy w powiązaniach kapitałowych towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Uwagi opisujące poszczególne podmioty lub zagadnienia dotyczące nabycia lub ograniczania możliwości nabycia akcji oraz dodatkowe obowiązki z tym faktem związane (uzależnione od statusu podmiotu, którego prawa udziałowe są nabywane) zostały opisane na poziomie ogólnym, gdyż nie stanowią one zasadniczej tezy pracy, a mają jedynie na celu zobrazowanie szerszego kontekstu obowiązujących norm prawnych w tym obszarze. Z tego też względu za celowe uważam zastrzeżenie, że uwagi poczynione w tej części opracowania nie mają charakteru wyczerpującego, a służą jako środek do ukazania stopnia skomplikowania i wielości potencjalnych scenariuszy procesu nabywania akcji towarzystw funduszy inwestycyjnych czy akcji lub udziałów akcjonariuszy towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Omówione zostaną tu również przypadki, które nie spełniają przesłanek pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych, ale z uwagi na wykorzystaną konstrukcję

prawną — w mojej ocenie — mogą pozwolić określönemu podmiotowi wywierać realny wpływ na towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

Rozdział ten stanowi niejako uzupełnienie rozdziału 1, obie te części monografii rozpatrywane łącznie pozwolą czytelnikowi na uchwycenie teoretycznych schematów transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wraz z określeniem ról poszczególnych podmiotów, oraz zidentyfikowanie potencjalnie istniejących luk regulacyjnych w tym zakresie.

3.2. Formy (konstrukcje) uczestnictwa w podmiocie będącym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Struktura akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być różnorodna. Istnieje kilka podstawowych możliwości relacji kapitałowych czy osobowych pozwalających na powiązanie (niekoniecznie normatywne) danego podmiotu z towarzystwem funduszy inwestycyjnych poprzez relacje łączące go z akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Powiązanie to może przybrać różne konstrukcje w zależności od tego, w jakiej formie prawnej działalność prowadzi akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

W granicach prawa akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej. Zazwyczaj w przypadku podmiotów niebędących osobami fizycznymi są to spółki prawa handlowego — te posiadające osobowość prawną, tj. spółki kapitałowe: spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, oraz te nieposiadające osobowości prawnej, tj. spółki osobowe prawa handlowego: spółki jawne, spółki partnerskie, spółki komandytowe i spółki komandytowo-akcyjne. Z uwagi na przeważającą popularność wykorzystania spółek prawa handlowego do tworzenia różnych konstrukcji prawnych, to tym podmiotom zostanie poświęcona zasadnicza część wywodu w rozdziale.

Wymienione podmioty poprzez powiązania kapitałowe lub osobowe mogą wywierać mniejszy lub większy wpływ na towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Niezależnie jednak od struktury kapitałowej również inne podmioty, niepowiązane kapitałowo czy osobowo z akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, mogą wpływać na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, np. poprzez możliwość wykonywania prawa głosu z akcji lub udziałów spółki będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które są przedmiotem zastawu. Przedstawiony w dalszej części pracy syntetyczny dobór możliwości

szeroko pojętego nawiązania relacji (nabycia akcji, udziałów, możliwości wykonywania prawa głosu z akcji lub udziałów będących przedmiotem zastawu czy powstania innych powiązań o charakterze osobowym) stanowi efekt analizy przeprowadzonej w oparciu o kryterium istotności oraz potencjalnej częstotliwości wystąpienia przytoczonych sytuacji.

Powiązania kapitałowe z towarzystwem funduszy inwestycyjnych mogą powstać w efekcie nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub spółki (podmiotu), która jest akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Transakcja taka może mieć miejsce zarówno w obrocie prywatnym na podstawie umowy cywilnoprawnej, jak i w ramach tzw. publicznego obrotu, obecnie normatywnie zdefiniowanego jako system obrotu instrumentami finansowymi, w tym obrotu zorganizowanego, tj. obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu².

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych prowadzi działalność w formie prawnej spółki akcyjnej. Wszystkie jego akcje muszą być imienne, chyba że są zdematerializowane³. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którego akcje są zdematerializowane, może posiadać także status spółki publicznej. Akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być również spółka akcyjna, która posiada status spółki publicznej. Z tego względu nabycie akcji spółki będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych może przybrać co najmniej dwojaką formę. Pierwszą jest sytuacja, w której spółka akcyjna będąca akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest spółką akcyjną nie-

2 Szerzej na temat zakresu pojęcia publicznego obrotu papierami wartościowymi zob. A. Lichosik, *Publiczny obrót papierami wartościowymi — geneza i stan obecny*, w: *Prawo administracyjne dziś i jutro*, red. J. Jagielski, M. Wierzbowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 639—649 i przywołana tam literatura.

3 Dematerializacja akcji jako papierów wartościowych następuje na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych na podstawie art. 5 ust. 1 u.o.i.f., zgodnie z którym papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej bądź dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu lub emitowane przez Skarb Państwa czy 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). Zob. szerzej: A. Lichosik, *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, w: *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, red. J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka, Innovatio Press, Lublin 2016, s. 275—289; M. Romanowski, *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1999, z. 10, s. 40; M. Bączyk, *Zjawisko tzw. dematerializacji papierów wartościowych*, w: M. Bączyk et al., *Papiery wartościowe*, Zakamycze, Kraków 2000, s. 43 i n.; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009, s. 8 i n.; M. Romanowski, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 111.

będącą spółką publiczną — ta sytuacja zostanie omówiona w pierwszej kolejności. Druga możliwość to sytuacja, gdy spółka akcyjna będąca akcjonariuszem towarzystwa jest spółką akcyjną i spółką publiczną zarazem — ten przypadek z uwagi na szczególną regulację prawną w zakresie spółek publicznych zostanie omówiony w drugiej kolejności.

Zgodnie z art. 337 k.s.h. co do zasady akcje jako udziałowe papiery wartościowe są zbywalne, przy czym statut może uzależnić rozporządzanie akcjami, które są imienne, od zgody spółki albo w inny sposób ograniczyć możliwość rozporządzania nimi⁴. Jedną z form rozporządzania akcją jest możliwość jej zbycia. Zbycie akcji sprowadza się do przeniesienia praw inkorporowanych w akcji na rzecz innego podmiotu.

Możliwości rozporządzania akcją oraz ich ograniczenia ustawodawca różnicuje w zależności od tego, czy są to akcje imienne czy na okaziciela. W przypadku rozporządzania akcjami imiennymi ustawodawca wprowadza zarówno ustawowe, umowne, jak i statutowe rodzaje ograniczeń. Do ograniczeń ustawowych zalicza się normę zawartą w art. 356 § 2 k.s.h. Artykuł ten ogranicza zbywanie akcji imiennych, z którymi związany jest obowiązek powtarzających się świadczeń niepieniężnych, a dopuszczalność zbycia uzależnia od zgody spółki. Do dnia wejścia w życie nowelizacji ustawy Kodeks spółek handlowych na mocy art. 1 pkt 13 ustawy z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw⁵ do ograniczeń ustawowych zaliczano również przepis art. 336 § 1 k.s.h., który przewidywał okresowe ograniczenie możliwości zbycia akcji aportowych, tj. akcji imiennych obejmowanych za wkłady niepieniężne⁶.

Przepis art. 337 § 2 k.s.h. dopuszcza możliwość ustanowienia statutowych ograniczeń w rozporządzaniu akcją i stanowi wyjątek od ogólnej zasady przewidzianej w art. 57 § 1 k.c., zgodnie z którym nie można przez czynność prawną wyłączyć ani ograniczyć uprawnienia do przeniesienia, obciążenia, zmiany lub zniesienia prawa, jeżeli według ustawy prawo to jest zbywalne. W myśl art. 337 § 2 k.s.h. statut może uzależnić rozporządzanie akcjami imiennymi od zgody spółki albo ograniczyć je w inny sposób. Regulacja art. 337 § 2 k.s.h. dopuszcza zatem ustanowienie czasowych statutowych ograniczeń nie tylko w przypadku rozporządzania akcją w postaci jej przeniesienia (zbywania akcji),

4 Zob. A. Szumański, *Ograniczona wolność umów w prawie spółek handlowych*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 1999, nr 2, s. 411—422; T. Szczurowski, *Reżim obrotu niezdematerializowanymi akcjami na okaziciela*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 9, s. 30—34.

5 Dz.U. z 2019 r. poz. 1798 z późn. zm.

6 Przepis art. 336 k.s.h. został uchylony 1 marca 2021 r. na mocy art. 1 pkt 13 ustawy z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw.

lecz także w innych przypadkach rozporządzania akcjami, jak np. ustanowienie zastawu, użytkowania⁷ czy prawa pierwokupu na rzecz pozostałych akcjonariuszy⁸. Inaczej sytuacja przedstawia się w odniesieniu do akcji na okaziciela, w stosunku do których przyjmuje się za nieważne postanowienia statutu wprowadzające ograniczenia w zakresie zbywania akcji na okaziciela⁹. Nie jest także możliwe zupełne wyłączenie rozporządzalności akcjami¹⁰.

Przepis art. 337 § 3 k.s.h. wskazuje, że w przypadku gdy statut uzależnia przeniesienie akcji od zgody spółki, zgody tej udziela zarząd w formie pisemnej pod rygorem nieważności, jeżeli statut nie stanowi inaczej¹¹. W tej sytuacji mówi się o akcjach winkulowanych, w stosunku do których jeżeli spółka odmawia zgody na przeniesienie akcji, powinna wskazać innego nabywcę w terminie, cenie albo sposobie jej określenia oraz terminie zapłaty określonym w statucie, jednak nie dłuższym niż dwa miesiące od dnia zgłoszenia spółce zamiaru przeniesienia akcji. Jeżeli statut takich postanowień nie przewiduje, wówczas akcja imienna może być zbyta bez ograniczenia¹².

7 W. Popiołek, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015, s. 805; G. Suliński, *Skutki naruszenia umownego (statutowego) ograniczenia rozporządzania udziałami lub akcjami*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 8, s. 39—40; A.S. Szlęzak, *Kilka uwag o ograniczeniach w rozporządzaniu udziałami/akcjami*, „Prawo Spółek” 2011, nr 10, s. 40—48; B. Książek, *Rozporządzenie akcjami z naruszeniem statutowych lub umownych ograniczeń*, „Rejent” 2006, nr 11, s. 88.

8 Por. M. Rodzynkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 787; inaczej W. Michaldo (*Ograniczenia zbywalności akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 7, s. 19—26), który statutowych ograniczeń w postaci przyznania prawa pierwszeństwa lub prawa pierwokupu nie uznaje jako ograniczeń w rozporządzeniu akcją w rozumieniu art. 337 k.s.h.

9 M. Michalski, *Ograniczenia zbywalności akcji a dopuszczenie do giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1995, nr 1, s. 10—12.

10 Por. J. Frąckowiak, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. K. Kruczałak, LexisNexis, Warszawa 2001, s. 543; J.P. Naworski, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, Tytuł III: *Spółki kapitałowe*, red. R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, LexisNexis, Warszawa 2003, s. 361. Na temat rozwiązania statutowych ograniczeń rozporządzania akcją imienną zob. S. Sołtysiński, M. Mataczyński, w: S. Sołtysiński et al., *Kodeks spółek handlowych*, t. 3: *Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301—490*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 269 i 285; M. Rodzynkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz...*, s. 785.

11 Zgoda spółki przewidziana w statucie może być udzielona również przez radę nadzorczą, walne zgromadzenie lub może być wymagana od konkretnego akcjonariusza jako przyznane mu uprawnienie osobiste. Por. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 2: *Komentarz do art. 301—633 k.s.h.*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013, s. 229—230; R.L. Kwaśnicki, *Propozycja regulacji prawa pierwszeństwa w umowie spółki (statucie) spółki kapitałowej*, „Monitor Prawniczy” 2007, nr 1, s. 53—56.

12 Por. R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, Tytuł III..., s. 366.

Do ograniczeń umownych zaliczyć należy porozumienia akcjonariuszy — umowy zawierane pomiędzy akcjonariuszami (wszystkimi lub tylko niektórymi z akcjonariuszy)¹³, zgodnie z art. 338 § 1 k.s.h., który przewiduje zawarcie umowy ograniczającej na określony czas rozporządzenie akcją lub częścią ułamkową akcji. Porozumienia takie zawierane są w celu regulacji stosunków pomiędzy akcjonariuszami spółki. Ograniczenie rozporządzania nie może być ustanowione na okres dłuższy niż pięć lat od dnia zawarcia umowy. Umowy tego rodzaju dopuszczalne są zgodnie z zasadą swobody umów, która ma zastosowanie również w przypadku spółek kapitałowych¹⁴. Zasada ta podlega ograniczeniu zgodnie z art. 3531 k.c. ze względu na właściwość (naturę) stosunku cywilnoprawnego, przepisy ustawy oraz zasady współżycia społecznego¹⁵.

Ograniczenie w rozporządzaniu akcją może zostać ustanowione również poprzez konstrukcję prawną umowy opcji, rozumianej jako zastrzeżenie na rzecz danej osoby możliwości nabycia w określonym czasie (opcja zakupu) lub możliwości sprzedaży (opcja sprzedaży) akcji¹⁶. Możliwość zawierania umów ustanawiających prawo pierwokupu lub inne prawo pierwszeństwa nabycia akcji lub ułamkowej części akcji przewiduje przepis art. 338 § 2 k.s.h. Jednak ograniczenia rozporządzania wynikające z takich umów nie mogą trwać dłużej niż dziesięć lat od dnia zawarcia umowy¹⁷.

Powyższe znajduje odpowiednie zastosowanie do rozporządzania ułamkowym udziałem akcji, w przypadku gdy z jednej akcji w częściach ułamkowych współuprawnionych jest kilku akcjonariuszy. Również w takiej sytuacji możliwe

13 R. Rykowski, *Zasady rozporządzania akcjami w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2001, nr 5, s. 1—10; W. Popiołek, *Prawo właściwe dla przeniesienia akcji poza obrotom regulowanym*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 11, s. 37—46; B. Książek, *Rozporządzenie akcjami z naruszeniem statutowych lub umownych ograniczeń*, „Rejent” 2006, nr 11, s. 88; J. Górecki, *Umowne (statutowe) pierwszeństwo nabycia*, „Rejent” 2009, nr 2, s. 51—64.

14 R.L. Kwaśnicki, *Zakres autonomii woli w kształtowaniu ograniczeń zbywalności praw udziałowych spółek kapitałowych*, „Prawo Spółek” 2003, nr 3, s. 11; Idem, *Autonomia woli w kształtowaniu postanowień umowy (aktu założycielskiego) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością*, „Prawo Spółek” 2003, nr 7—8, s. 18; J. Okolski, A. Opalski, *Porozumienia akcjonariuszy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 2, s. 5.

15 Zob. A. Rataj, *Umowy wspólników (akcjonariuszy) spółek kapitałowych*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 1, s. 48—52.

16 M. Baszczyk, *Prawo opcji oraz konstrukcje na nim oparte jako ograniczenia zbywalności udziałów (akcji)*, „Monitor Prawniczy” 2020, nr 2, s. 83—88; A. Kondracka, *Prawo do rozporządzania akcjami przez akcjonariusza*, „Prawo Spółek” 2000, nr 2, s. 4.

17 R.L. Kwaśnicki, K. Oplustil, *Prawo pierwszeństwa nabycia udziałów (akcji) w umowie (statucie) spółki kapitałowej*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 18, s. 961—970; R.L. Kwaśnicki, *Propozycja regulacji prawa pierwszeństwa w umowie (statucie) spółki kapitałowej*, „Monitor Prawniczy” 2007, nr 1, s. 53—56.

jest ograniczenie zbywalności, które może przybierać postać np. ustanowienia w statucie prawa pierwokupu na rzecz pozostałych współuprawnionych lub pozostałych akcjonariuszy¹⁸.

W tym miejscu warto podkreślić, że ponieważ mowa o spółce akcyjnej, która jest akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, konieczność emisji wyłącznie akcji imiennych (z wyjątkiem sytuacji, kiedy akcje są zdematerializowane) nie dotyczy tego podmiotu. Zatem o ile ustawodawca dostrzega zasadność przyjęcia, że tożsamość akcjonariuszy towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinna być znana, o tyle nie uznaje tej zasady za konieczną do wprowadzenia na poziomie struktury własnościowej akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Ponieważ motywem przewodnim monografii jest teza, iż wpływ akcjonariusza na towarzystwo funduszy inwestycyjnych może być znaczny, istotny i realny, nie oceniam pozytywnie możliwości anonimizacji wertykalnej w strukturze akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

W kontekście przedstawionych rozważań aktualne w pełni pozostają uwagi poczynione w rozdziale 2 odnośnie do zastawu na akcjach i możliwości wykonywania z nich praw głosu przez zastawnika. W szczególności warto podkreślić, że ustanowienie zastawu na akcjach spółki będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sytuacji, gdy zastawnik mógłby wykonywać prawo głosu, również powoduje, że faktyczny wpływ na towarzystwo funduszy inwestycyjnych (ewentualna kontrola) realizowany będzie przez podmiot spoza struktury własnościowej.

Inną możliwością wystąpienia powiązań kapitałowych z towarzystwem funduszy inwestycyjnych jest nabycie udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Zgodnie bowiem z art. 180 § 1 k.s.h. udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością są zbywalne, chociaż według art. 182 § 1 k.s.h. zbycie udziału, jego części lub ułamkowej części oraz zastawienie udziału umowa spółki z ograniczoną odpowiedzialnością może uzależnić od zgody spółki albo w inny sposób ograniczyć¹⁹.

Doktryna prawa handlowego nie wypowiada się w sposób jednolity w sprawie cywilnoprawnej regulacji, jaką należy stosować do zbycia udziału. Zdaniem części doktryny do zbycia udziału należy stosować *per analogiam* przepisy art. 509 i n. k.c. o przelewie wierzytelności. Przepisy o przelewie wierzytelności wyznaczają reżim przeniesienia praw zbywalnych. Stosowanie tych przepisów do zbycia udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością może mieć miejsce

18 A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 2..., s. 238—239.

19 Zob. A. Herbet, *Obrót udziałami w spółce z o.o.*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 191—218.

w przypadku braku regulacji na podstawie ustawy Kodeks spółek handlowych i tylko *per analogiam*, gdyż udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością nie inkorporują wierzytelności współnika wobec spółki, a jedynie jego prawa w stosunku korporacyjnym spółki²⁰.

Zgodnie z innym prezentowanym w doktrynie prawa handlowego poglądem do zbycia udziałów powinno stosować się przepisy ustawy Kodeks cywilny dotyczące przeniesienia prawa własności, tj. art. 155 i n. k.c.²¹ Przeciwnicy tego poglądu wskazują jednak, że nie powinno się udziału porównywać do rzeczy oznaczonych co do tożsamości, o jakich mowa w art. 155 § 1 k.c., gdyż jeżeli udziały posiadają takie same uprawnienia, to brak jest możliwości ich odróżnienia. Również w ramach grupy tego samego rodzaju udziałów, tj. o tych samych uprawnieniach, nie sposób zindywidualizować poszczególnych praw członkowskich, gdyż udziały nie opiewają na określony numer lub serię, jak np. akcje²².

Wydaje się jednak, że stosowanie *per analogiam* regulacji dotyczącej przelewu wierzytelności jest bardziej właściwe, biorąc pod uwagę charakter praw podmiotowych będących przedmiotem obrotu, tj. praw członkowskich w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością traktowanych jako wierzytelności²³.

W przypadku podmiotu posiadającego udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością zasadniczo znana jest jego tożsamość i spółka może mieć wpływ na strukturę udziałową poprzez uzależnienie możliwości zbycia udziału od zgody spółki. W przypadku zastawu na udziałach spółki z ograniczoną odpowiedzialnością zgodnie z art. 182 § 1 k.s.h. umowa spółki może wyłączyć możliwość ustanowienia zastawu na udziałach spółki lub uzależnić ją od zgody spółki albo w inny sposób ograniczyć²⁴.

Podsumowując rozważania przedstawione w tej części opracowania, należy wskazać, że w obydwu wymienionych przypadkach mamy do czynienia z kapitałową spółką prawa handlowego, której istotą funkcjonowania jest kapitał, powiązania inwestycyjne i finansowe, a nie sama osoba (tożsamość) akcjonariusza czy współnika. Zarówno w przypadku akcji, jak i udziałów spółki będącej

20 Por. A. Opalski, w: *Kodeks spółek handlowych*, t. 2a: *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Komentarz. Art. 151—226*, red. A. Opalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 415; A. Herbet, *Obrót udziałami w spółce...*, s. 261; A. Magnuszewski, *Umowa zbycia udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1995, nr 3, s. 6—13, K. Kopiczyńska-Pieczniak, *Ustanie członkostwa w spółce z o.o.*, Zakamycze, Kraków 2002, s. 121.

21 W. Pyziół, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. W. Pyziół, LexisNexis, Warszawa 2008, s. 366.

22 A. Opalski, w: *Kodeks spółek handlowych*, t. 2a..., s. 415.

23 A. Herbet, *Obrót udziałami w spółce...*, s. 261.

24 Zob. R. Makowski, *Umowa zastawu w związku z wykonywaniem prawa głosu przez zastawnika udziału*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 11, s. 50—52.

akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych — poza możliwością wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych poprzez wykorzystanie struktury kapitałowej — możliwe jest także zastosowanie konstrukcji prawnej zastawu na akcjach lub udziałach i związanych z tym konsekwencji dotyczących możliwości wykonywania przez zastawnika prawa głosu z akcji lub udziału. Odnośnie do możliwości wykonywania prawa głosu z udziałów będących przedmiotem zastawu należy wskazać, iż fakt obciążenia udziałów zastawem automatycznie nie pozbawia współnika prawa głosu z zastawionych udziałów, a jeżeli miałyby to mieć miejsce, to zgodnie z art. 187 § 2 k.s.h. umowa spółki powinna przewidywać, że zastawnik może wykonywać prawo głosu z udziału objętego zastawem.

Inną możliwą formą powiązania z towarzystwem funduszy inwestycyjnych jest posiadanie jego akcji przez osobową spółkę prawa handlowego, tj. spółkę jawną, partnerską, komandytową czy komandytowo-akcyjną. W przypadku spółek osobowych — inaczej niż ma to miejsce przy kapitałowych spółkach prawa handlowego — podstawowe znaczenie ma nie kapitał i powiązania finansowe, lecz wzajemne zaufanie i przywiązanie do osoby współnika. Spółka ma charakter osobowy lub kapitałowy w zależności od tego, który z tych elementów przeważa. Sam podział spółek prawa handlowego na osobowe i kapitałowe nie ma ostrego charakteru i wymaga konkretyzacji²⁵. W doktrynie prawa handlowego wskazuje się, że w poszczególnych rodzajach spółek z różną siłą występują elementy osobowe i kapitałowe. W konsekwencji niektóre z nich mogą mieć z tego punktu widzenia czystą postać, a inne mogą mieć więcej substratu kapitałowego lub osobowego. Charakter spółki — kapitałowy czy osobowy — może być modyfikowany poprzez wprowadzenie stosownych zapisów do umowy spółki w granicach przewidzianych prawem²⁶.

Pomimo że spółka osobowa nie ma osobowości prawnej, to od chwili wpisu do rejestru przedsiębiorców krajowego rejestru sądowego ma podmiotowość prawną, tzn. ma zdolność do czynności prawnych i zdolność sądową. Może zatem nabywać we własnym imieniu prawa i zaciągać zobowiązania. Wobec czego może nabyć akcje lub udziały odpowiednio w spółce akcyjnej lub spółce z ograniczoną odpowiedzialnością będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a także akcje samego towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Tożsamość współników spółki osobowej w przypadku, gdy są to osoby fizyczne,

25 Tak A. Szumański, *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo spółek handlowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 42.

26 Por. A.W. Wiśniewski, *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny*, t. 1: *Wiadomości ogólne — spółka cywilna*, Twigger, Warszawa 1998, s. 29—33; A. Szumański, *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo spółek handlowych*, red. A. Szumański..., s. 42.

jest znana, jednak współnikami spółki osobowej mogą być również spółki kapitałowe czy inne spółki osobowe.

Przywołane konstrukcje prawne powiązań z towarzystwem funduszy inwestycyjnych pokazują, że wykorzystanie różnych sekwencji (z udziałem szerokiego katalogu podmiotów prawa w różnych konfiguracjach) powoduje, iż struktura własnościowa akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych w ujęciu wertykalnym może nie być transparentna, a w konsekwencji beneficjent rzeczywisty towarzystwa funduszy inwestycyjnych może pozostać nieznany. Konkluzja taka przeczy *ratio legis* regulacji prawnej przewidującej ocenę ostrożnościową potencjalnego pośredniego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

3.3. Nabycie akcji spółki publicznej (będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub będącej towarzystwem funduszy inwestycyjnych)

3.3.1. Zasady nabywania akcji spółki publicznej

W kontekście możliwości wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych wskazać należy na sytuację, kiedy akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest spółka akcyjna, która jest spółką publiczną i której akcje są przedmiotem obrotu zorganizowanego (zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu²⁷). Od 2019 r. w prawnej regulacji rynku kapitałowego funkcjonuje nowa definicja legalna spółki publicznej, zgodnie z którą spółka publiczna to taka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej²⁸. Odnośnie do nabycia akcji spółki publicznej można wskazać na kilka możliwości, w tym także w wyniku transakcji zawartej poza

27 Por. A. Lichosik, R. Blicharz, *Prawo rynku kapitałowego*, w: *Publiczne prawo gospodarcze. Zarys wykładu*, red. R. Blicharz, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 367—372.

28 Na temat poprzednio obowiązującej definicji legalnej spółki publicznej i związanych z nią konsekwencji jurydycznych zob. szerzej: A. Lichosik, *Spółka publiczna w Polsce i Unii Europejskiej*, w: *Wpływ prawa Unii Europejskiej na gospodarkę i samorząd terytorialny państw członkowskich*, red. M. Ganczar, J. Król, M. Szewczak, Wydawnictwo Afinance, Łódź 2016, s. 9—19; M. Romanowski, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 3, s. 13; M. Michalski, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 1, s. 8.

obrotem zorganizowanym (na rynku regulowanym czy w alternatywnym systemie obrotu).

Podstawową formą nabycia akcji spółki publicznej, będącą konsekwencją dematerializacji akcji i dematerializacji obrotu papierów wartościowych, jest nabycie akcji spółki publicznej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Zarówno w poprzednim stanie prawnym, jak i *de lege lata* wyznaczony przez ustawodawcę zakres definicji legalnej spółki publicznej nie przesądza o konieczności dopuszczenia wszystkich akcji do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, pozwala na funkcjonowanie części jej akcji poza obrotem zorganizowanym (rynkem regulowanym czy alternatywnym systemem obrotu). W efekcie nabycie akcji spółki publicznej dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu jest możliwe zarówno w ramach transakcji zawartej na tych rynkach (w obrocie zorganizowanym), jak i na podstawie umowy cywilnoprawnej zawartej poza obrotem zorganizowanym.

W pierwszych dwóch wymienionych przypadkach, gdy akcje spółki publicznej są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, transakcję nabycia akcji spółki publicznej można zrealizować w dwojaki sposób. Pierwszym trybem jest złożenie zlecenia maklerskiego. Inwestor, który chce nabyć akcje spółki publicznej, powinien udać się do firmy inwestycyjnej w celu zawarcia tzw. umowy o świadczenie usług brokerskich²⁹ (umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, umowy o świadczenie usług maklerskich)³⁰. Zawarcie tego rodzaju umowy o pośrednictwo jest niezbędne z uwagi na obowiązującą na rynku kapitałowym zasadę przymusu maklerskiego³¹. W myśl normy z art. 74b ust. 1 u.o.i.f. w umowie o wykonywanie zleceń (zleceń rozumianych nie jako umowa w rozumieniu ustawy Kodeks cywilny, lecz dyspozycji dokonania transakcji w obrocie zorgani-

29 Umowa o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych nazywana również umową maklerską czy umową brokerską, zob. szerzej: P. Bryłowski, *Umowa maklerska w zakresie instrumentów finansowych*, w: *Pozakodeksowe umowy handlowe*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 339—341; M. Kurzajewski, *Usługi maklerskie*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 237—247.

30 Por. A. Chłopecki, *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 941; M. Romanowski, *Umowa zlecenia maklerskiego*, w: *Prawo zobowiązań — umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 125; M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2000, s. 28.

31 Zob. U. Banaszczyk-Soroka, P. Zawadzka, *Instrumenty notowane na GPW w Warszawie*, w: *Rynek papierów wartościowych: inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, red. U. Banaszczyk-Soroka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 25.

zowanym) nabycia lub zbycia instrumentów finansowych firma inwestycyjna³² zobowiązuje się do przyjmowania i przekazywania zleceń instrumentów finansowych (zatem również akcji jako papierów wartościowych) do innego podmiotu w celu ich wykonania lub do kojarzenia dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami. Do umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w zakresie nieuregulowanym w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi stosuje się odpowiednio przepisy ustawy Kodeks cywilny dotyczące umowy zlecenia³³, przy czym w przypadku papierów wartościowych w obrocie zorganizowanym stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące umowy komisji³⁴.

Na podstawie umowy o świadczenie usług brokerskich zawartej z firmą inwestycyjną inwestor (klient) zleca (składa dyspozycję dokonania określonej czynności prawnej), a kolejno firma inwestycyjna wykonuje zlecenie (dyspozycję inwestora — klienta), składając stosowną do treści zlecenia ofertę (nabycia lub zbycia instrumentu finansowego). Ofertę w obrocie zorganizowanym (na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu) składa firma inwestycyjna, która działa jako obligatoryjny pośrednik inwestora (klienta), będący stroną czynności prawnej. Zatem to nie inwestor, ale firma inwestycyjna, która składając zlecenie maklerskie (ofertę), działa we własnym imieniu, ale na rachunek inwestora, jest stroną czynności prawnej³⁵.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że zawieranie umów w ramach obrotu zorganizowanego odbiega od tradycyjnych rozwiązań przyjętych w ustawie Kodeks cywilny. Umowy te nie są zawierane w trybie aukcji, przetargu, negocjacji

32 Przez firmę inwestycyjną zgodnie z art. 3 pkt 33 u.o.i.f. rozumie się dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

33 Por. M. Romanowski, *Zlecenie maklerskie a umowy pokrewne*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 1, s. 11.

34 Z wyłączeniem art. 737 k.c. w przypadku odpowiedniego stosowania przepisów dotyczących umowy zlecenia, zgodnie z którym zleceniobiorca może bez uprzedniej zgody zleceniodawcy odstąpić od wskazanego przez niego sposobu wykonania zlecenia, jeżeli nie ma możliwości uzyskania jego zgody, a zachodzi uzasadniony powód do przypuszczenia, że zleceniodawca zgodziłby się na zmianę, gdyby wiedział o istniejącym stanie rzeczy, a także z wyłączeniem art. 768 § 3 k.c. w przypadku odpowiedniego stosowania przepisów dotyczących umowy komisji, zgodnie z którym komitent nie może żądać zapłacenia różnicy ceny ani odmówić zgody na wyższą cenę, jeżeli zlecenie nie mogło być wykonane po cenie oznaczonej, a zawarcie umowy uchroniło komitenta od szkody. Wyłączenia te uzasadnione są konstrukcją prawną transakcji zawieranych na rynku kapitałowym.

35 M. Michalski, *Zasada anonimowości obrotu*, „Rzeczpospolita PCD” 1996, nr 9, s. 17.

czy nawet złożenia oferty i jej przyjęcia, lecz poprzez tzw. *netting*, czyli kompensację zleceń. Każda ze stron transakcji składa ofertę nabycia lub zbycia określonego instrumentu finansowego, ale żadna ze stron nie składa oświadczenia o przyjęciu lub odrzuceniu oferty drugiej strony. Skojarzenia ofert dokonuje system komputerowy (w przypadku GPW SA system UTP)³⁶. Pogląd ten ma również swoich przeciwników, którzy wskazują, że tryb zawarcia umowy sprzedaży zdematerializowanych papierów wartościowych można rozpatrywać w oparciu o podstawowe instytucje prawa cywilnego, gdyż do zawarcia każdej umowy niezbędne jest zgodne oświadczenie woli dwóch stron, gdzie jedno oświadczenie woli sprowadza się do złożenia propozycji zawarcia umowy, a drugie oświadczenie woli to zlecenie o kierunku przeciwnym obejmujące przyjęcie tej propozycji³⁷.

Realizacja umów sprzedaży zawieranych w obrocie zorganizowanym (rozrachunek i rozliczenie transakcji) dokonuje się za pośrednictwem specjalnej izby rozrachunkowej i rozliczeniowej (KDPW S.A. oraz KDPW CCP S.A.)³⁸. Zgodnie z art. 7 ust. 2—4 u.o.i.f umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. Zapis taki na podstawie umowy zobowiązującej do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych następuje po zarejestrowaniu przeniesienia papierów wartościowych pomiędzy odpowiednimi kontami depozytowymi prowadzonymi przez depozyt papierów wartościowych. Konta te nie pozwalają na identyfikację posiadacza rachunku papierów wartościowych, na którym papiery wartościowe zostały zapisane, umożliwiają wyłącznie identyfikację firm inwestycyjnych (pośredników transakcji, np. domów maklerskich), dla których są prowadzone. Zasady obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi i wprowadzonymi do obrotu giełdowego regulują Szczegółowe zasady obrotu giełdowego w systemie UTP wprowadzone Uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy Papierów War-

36 Por. A. Chłopecki, *Mechanizm prawny transakcji giełdowych — nowe zjawiska w obrocie gospodarczym*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 1, s. 3; A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 107—108; J. Buchacz, *Zasady funkcjonowania giełdy: rynek papierów wartościowych*, Ośrodek Doradztwa i Szkolenia „Tur”, Jaktorów 1994.

37 A. Brzozowski, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 1, red. K. Pietrzykowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 302; P. Machnikowski, w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 166; K. Zacharzewski, *Umowa sprzedaży zdematerializowanych instrumentów finansowych jako prawna podstawa przysporzenia*, w: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 1119—1120.

38 Zob. P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, s. 167—169.

tościowych z dnia 17 października 2012 r.³⁹ oraz Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu⁴⁰. Co do zasady zarówno na rynku regulowanym (w tym przypadku nazywanym zgodnie z Regulaminem Giełdy⁴¹ obrotem giełdowym⁴²), jak i w alternatywnym systemie obrotu instrumenty finansowe notowane są w dwóch rodzajach systemu obrotu, tj. w systemie notowań ciągłych oraz w systemie kursu jednolitego⁴³.

W celu wskazania możliwych form realizacji zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadającego status spółki publicznej lub nabycia akcji podmiotu będącego akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadającego status spółki publicznej w dalszej części wywodu w syntetyczny sposób omówione zostaną rodzaje zleceń maklerskich możliwe do złożenia w obrocie zorganizowanym. W odniesieniu do obydwu wymienionych systemów notowań Szczegółowe zasady obrotu giełdowego oraz Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu przewidują kilka rodzajów zleceń maklerskich. Pierwszym z nich są zlecenia z limitem realizacji (zlece-

39 https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/SZOG_pl.pdf (dostęp: 11.09.2019), w skrócie: SZOG.

40 Załącznik Nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu — Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu (System UTP); <https://newconnect.pl/regulacje-prawne> (dostęp: 12.07.2021).

41 Zastrzeżenie, że obrót giełdowy jest definiowany na podstawie Regulaminu Giełdy, ma istotne znaczenie precyzujące oraz zapobiegające wywodowi *contra legem*. W 2017 r. na mocy ustawy z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r. poz. 791) prawodawca zrezygnował bowiem z normatywnego podziału na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Projektodawca przyjął wówczas, że faktyczne różnice pomiędzy rynkiem giełdowym a rynkiem pozagiełdowym „nie są wystarczająco istotne, aby uznać za uzasadnione rozróżnienie dwóch podtypów rynku regulowanego”, zob. Uzasadnienie do projektu ustawy — o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, Druk nr 991 z dnia 3 listopada 2016 r., s. 2; <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/E4F664D8D3564E3BC1258065004DF149/%24File/991.pdf> (dostęp: 2.05.2021). Precyzując, do czasu wspomnianej zmiany rynek regulowany w Polsce prowadzony jest przez dwie spółki, tj. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., która prowadziła rynek regulowany giełdowy, oraz BondSpot S.A., która uprzednio prowadziła rynek regulowany pozagiełdowy. Obecnie pojęcie rynku giełdowego funkcjonuje jedynie w sferze *soft law*.

42 Zob. szerzej: M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny giełdy papierów wartościowych*, „Monitor Podatkowy” 1995, nr 2, s. 41—46; A. Sopoćko, *Giełda papierów wartościowych*, AWiM Mediabank, Warszawa 1993, s. 76—79; E. Gruszczyńska-Brożbar, *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2019.

43 M. Staszak, *Ustalanie kursów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie: ćwiczenia*, Wydawnictwo „Inwestycje Giełdowe”, Poznań 1995, s. 5—6; J. Czekaj, *Kursy akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie w świetle współczesnej teorii rynku kapitałowego*, Akademia Ekonomiczna, Kraków 1993, s. 31—33.

nia LIMIT), które zawierają limit ceny i mogą być realizowane wyłącznie po cenie określonej w tym limicie albo po cenie niższej — w przypadku zlecenia kupna bądź po cenie wyższej — w przypadku zlecenia sprzedaży. Kolejnym rodzajem są zlecenia po każdej cenie (zlecenia PKC) oraz zlecenia po cenie rynkowej (zlecenia PCR), które nie zawierają limitu ceny. Ostatni rodzaj zleceń maklerskich możliwych do realizacji w obydwu systemach notowań to zlecenia z limitem aktywacji (zlecenia STOP): takie, które zawierają limit aktywacji zlecenia oraz limit ceny, po której zlecenie to może podlegać realizacji (zlecenie STOP Limit), albo polecenie realizacji bez określonego limitu ceny (zlecenie STOP Loss). Zleceniem możliwym do złożenia wyłącznie w fazie notowań ciągłych są zlecenia ze zmiennym limitem realizacji (zlecenia PEG), które zawierają limit ceny przyjmujący wartość równą limitowi ceny najlepszego zlecenia po tej samej stronie w arkuszu zleceń⁴⁴.

Zlecenie maklerskie może także dotyczyć transakcji pakietowej, której istota sprowadza się do tego, że konieczne jest złożenie do systemu transakcyjnego przez co najmniej jednego członka giełdy lub członka rynku w przypadku alternatywnego systemu obrotu (podmiotu dopuszczonego do działania na giełdzie papierów wartościowych lub w ramach alternatywnego systemu obrotu, będącego firmą inwestycyjną) zlecenia kupna oraz zlecenia sprzedaży tej samej liczby instrumentów finansowych będących przedmiotem transakcji pakietowej, po tej samej cenie i z tą samą datą rozliczenia. W przypadku gdy dany członek giełdy (rynku) składa tylko jedno tego rodzaju zlecenie maklerskie, może ono być kierowane wyłącznie do jednego, wskazanego członka giełdy (rynku). Zasada ta ma zastosowanie odpowiednio do zlecenia składanego w odpowiedzi na takie zlecenie. Zlecenia maklerskie dotyczące transakcji pakietowej muszą zawierać limit ceny i nie mogą zawierać oznaczeń lub rodzajów ważności ani dodatkowych warunków realizacji⁴⁵. Ponadto zlecenia maklerskie dotyczące transakcji pakietowych akcjami mogą być przekazywane wyłącznie w dniu, w którym transakcja ma zostać zawarta, w określonych godzinach, a pakiet akcji będący przedmiotem transakcji pakietowej musi posiadać wartość określoną zgodnie z przepisami Szczegółowych zasad obrotu giełdowego lub Zasad obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu.

Opisany sposób zawarcia transakcji w ramach obrotu zorganizowanego nie pozostaje bez wpływu na ustalenie momentu nabycia akcji spółki publicznej.

44 Zob. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 286—287.

45 Zob. B. Kurek, *Zawartość informacyjna transakcji pakietowych akcjami na przykładzie rynku głównego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2017.

Zgodnie bowiem z podstawową regulacją zawartą w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi w uznaniu danego podmiotu za posiadacza akcji będących przedmiotem obrotu zorganizowanego znaczenie ma moment zapisania określonych papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych. W myśl art. 7 ust. 2 u.o.i.f. umowa zobowiązująca do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. W przypadku gdy ustalenie prawa do pożytków ze zdematerializowanych papierów wartościowych nastąpiło w dniu, w którym w depozycie papierów wartościowych powinno zostać przeprowadzone rozliczenie transakcji lub później, a papiery wartościowe są nadal zapisane na rachunku zbywcy, pożytki przypadają nabywcy w chwili dokonania zapisu na jego rachunku papierów wartościowych.

Zgodnie z art. 7 ust. 4 u.o.i.f. dokonanie zapisu na rachunku papierów wartościowych na podstawie umowy zobowiązującej do przeniesienia zdematerializowanych papierów wartościowych następuje po dokonaniu zarejestrowania przeniesienia papierów wartościowych pomiędzy odpowiednimi kontami depozytowymi, o których mowa w art. 57 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f., zgodnie z którym rejestracja papierów wartościowych jest prowadzona przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych na kontach depozytowych, które nie pozwalają na identyfikację posiadacza rachunku, na którym te papiery zostały zapisane⁴⁶. Co istotne dla zachowania zasady „podwójnego zapisu”, stany na rachunkach papierów wartościowych oraz rachunkach zbiorczych prowadzonych przez uczestników Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (firmy inwestycyjne) powinny być zgodne ze stanem na odpowiednim koncie depozytowym prowadzonym w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych.

W myśl regulacji z art. 7 ust. 5 u.o.i.f. możliwe jest zobowiązanie się do zbycia papierów wartościowych w transakcji zawartej w obrocie zorganizowanym przed dokonaniem ich zapisu na rachunku papierów wartościowych zbywcy. Może to nastąpić w sytuacji, gdy papiery wartościowe zostały uprzednio nabyte w wyniku transakcji, której rozliczenie jest zabezpieczone przez fundusz rozliczeniowy, o jakim mowa w art. 65 u.o.i.f.⁴⁷, fundusz zabezpieczający prawidłowe

46 Przepis art. 57 ust. 1 pkt 2–3 u.o.i.f. przewiduje, że rejestracja papierów wartościowych może być prowadzona przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych również na rachunkach papierów wartościowych oraz rachunkach zbiorczych.

47 W przypadku rozliczania przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych transakcji zawieranych na rynku regulowanym uczestnicy KDPW są zobowiązani do wnoszenia do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych wpłat, z których tworzy się fundusz zabezpieczający prawidłowe wykonanie zobowiązań wynikających z tych transakcji. Fundusz ten zapewnia rozliczenie transakcji zawieranych na rynku regulowanym w zakresie określonym w regulaminie funduszu rozliczeniowego.

rozliczanie transakcji zawieranych w alternatywnym systemie obrotu, o jakim mowa w art. 68 u.o.i.f.⁴⁸, lub fundusz zabezpieczający prawidłowe wykonanie zobowiązań wynikających z transakcji zawieranych na rynku regulowanym, o jakim mowa w art. 68d u.o.i.f.⁴⁹

Zobowiązanie się do zbycia papierów wartościowych w transakcji zawartej w obrocie zorganizowanym przed dokonaniem ich zapisu na rachunku papierów wartościowych zbywcy może pojawić się również w ramach tej samej transakcji, w której zbywca zobowiązał się i stał się uprawniony do nabycia tej samej liczby takich samych papierów wartościowych, a rozrachunek nabycia nastąpi nie później niż rozrachunek zbycia, lub w przypadku gdy papiery wartościowe zostały uprzednio nabyte w wyniku transakcji zawartej na zagranicznym rynku regulowanym albo gdy zostały one wcześniej przeniesione przez zbywcę na podstawie umowy pożyczki papierów wartościowych lub z zastrzeżeniem prawa odkupu (transakcje typu *sell-buy-back*), a rozrachunek ich zwrotu lub odkupu nastąpi nie później niż rozrachunek zbycia.

Ponadto zobowiązanie się do zbycia papierów wartościowych w transakcji zawartej w obrocie zorganizowanym przed dokonaniem ich zapisu na rachunku papierów wartościowych zbywcy jest możliwe, gdy następuje w ramach transakcji krótkiej sprzedaży, zgodnie z przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego⁵⁰.

48 Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych może, na podstawie umowy z podmiotem organizującym alternatywny system obrotu (ASO), prowadzić fundusz zabezpieczający prawidłowe rozliczanie transakcji zawieranych na tym rynku. Fundusz zabezpieczający tworzony jest z wpłat uczestników, do środków funduszu stosuje się odpowiednio przepisy art. 45e u.o.i.f. Wysokość wpłat określa Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych w zależności od poziomu zobowiązań, które mogą powstać w wyniku rozliczania przez niego transakcji zawieranych przez danego uczestnika w alternatywnym systemie obrotu. Masa majątkowa funduszu zabezpieczającego stanowi współwłasność łączną uczestników, co nie wyłącza możliwości indywidualnego określenia obowiązków uczestnika w związku z wykorzystaniem środków funduszu rozliczeniowego spowodowanym przez działania tego uczestnika. Zasady tworzenia i wykorzystywania środków funduszu zabezpieczającego oraz związane z jego funkcjonowaniem prawa i obowiązki uczestników określa regulamin ustalany przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych w uzgodnieniu z podmiotem organizującym alternatywny system obrotu.

49 Uczestnicy izby rozliczeniowej rozliczającej transakcje zawierane na rynku regulowanym są zobowiązani do wnoszenia do izby rozliczeniowej wpłat, z których tworzy się fundusz zabezpieczający prawidłowe wykonanie zobowiązań wynikających z tych transakcji. Fundusz taki zapewnia rozliczenie transakcji zawieranych na rynku regulowanym w zakresie określonym w regulaminie funduszu. Regulamin funduszu zabezpieczającego i jego zmiany podlegają zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego po zasięgnięciu opinii Prezesa Narodowego Banku Polskiego.

50 Dz.Urz. UE L 86 z 24.03.2012, s. 1, dalej zwane: rozporządzeniem 236/2012. Definicję legalną krótkiej sprzedaży zawiera art. 2 ust. 1 lit. b rozporządzenia 236/2012, zgodnie z którym

Na podstawie wskazanych możliwości zawarcia transakcji nabycia akcji spółki publicznej zasadne wydaje się stwierdzenie, że istnieje wiele form zrealizowania zamiaru nabycia akcji zarówno towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak i akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którzy posiadają status spółki publicznej. Fakt, że spółka akcyjna jest uczestnikiem obrotu zorganizowanego (jej akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub zostały wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie obrotu), pozwala nie tylko na nabycie akcji w tzw. publicznym obrocie, np. na giełdzie papierów wartościowych, lecz także — zważywszy na szerokie spektrum rodzajów zleceń maklerskich — niejako na parametryzację tej transakcji, tj. dokonanie jej w odpowiednim dla inwestora momencie, np. po właściwej, odpowiadającej mu cenie czy wielości (powtarzalności) określonego nabywanego pakietu akcji.

3.3.2. Ujawnienie stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej

3.3.2.1. Podstawowy zakres obowiązku notyfikacyjnego

Do specyficznych cech charakterystycznych spółki publicznej (w tym takiej, która prowadzi działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych) co do zasady należy zaliczyć masowość jej akcjonariatu, którego tożsamość jest ujawniana na podstawie szczególnej regulacji prawnej⁵¹. Normatywnie wprowadzony obowiązek ujawniania stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej wynika wprost z art. 69 u.o.p. Informacja o posiadaniu przez dany podmiot (np. inwestora profesjonalnego) znacznego pakietu akcji spółki publicznej w szczególności dla mniejszościowych (nieprofesjonalnych) akcjonariuszy może

krótka sprzedaż akcji lub instrumentów dłużnych oznacza każdą sprzedaż akcji lub instrumentów dłużnych, które w chwili zawarcia umowy sprzedaży nie są własnością sprzedającego, w tym taką sprzedaż w sytuacji, gdy w chwili zawarcia umowy sprzedaży sprzedający pożyczyl akcje lub instrumenty dłużne do celów ich dostawy przy rozrachunku lub uzgodnił ich pożyczanie, nieobejmującą: 1) sprzedaży przez którąkolwiek ze stron na mocy umowy z udzielonym przyrzeczeniem odkupu, w przypadku gdy jedna ze stron zgodziła się sprzedać drugiej stronie papier wartościowy po określonej cenie, a druga strona zobowiązała się do jego odsprzedania w późniejszym terminie po innej określonej cenie; 2) przeniesienia papierów wartościowych na mocy umowy pożyczki papierów wartościowych; lub 3) zawarcia kontraktu terminowego typu *future* ani innej umowy na instrumenty pochodne, w przypadku gdy uzgodniono sprzedaż papierów wartościowych po określonej cenie w późniejszym terminie.

51 Por. A. Lichosik, *Spółka publiczna w Polsce i Unii Europejskiej*, w: *Wpływ prawa Unii Europejskiej na gospodarkę...*; M. Baszczyk, *Skutki naruszenia obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem pakietów akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2018, nr 1, s. 48.

pełnić funkcję sygnalizacyjną⁵². Inwestor instytucjonalny, np. fundusz inwestycyjny czy fundusz emerytalny, swoją decyzję inwestycyjną poprzedza stosowną analizą ryzyka zakupu danego instrumentu finansowego, w tym przypadku akcji spółki publicznej. Osiągnięcie, przekroczenie czy obniżenie procentowo określonego progu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej skutkuje powstaniem obowiązku zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego oraz spółki publicznej, której akcji taka transakcja dotyczy, o każdorazowej zmianie posiadanej liczby głosów w przypadkach określonych w art. 69 ust. 1 u.o.p.⁵³ Zgodnie z normą prawną zawartą w art. 69 ust. 1 u.o.p. każdy, kto osiągnął lub przekroczył 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33 i 1/3%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej albo posiadał co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33 i 1/3%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33 i 1/3%, 50%, 75% albo 90% lub mniej ogólnej liczby głosów — jest zobowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym fakcie Komisję Nadzoru Finansowego oraz tę spółkę, nie później niż w ciągu 4 dni roboczych od dnia, w którym dowiedział się o zmianie udziału w ogólnej liczbie głosów lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć. W przypadku zmiany wynikającej z nabycia lub zbycia akcji spółki publicznej w transakcji zawartej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu obowiązek zawiadomienia należy wypełnić nie później niż w terminie 6 dni sesyjnych⁵⁴ od dnia zawarcia transakcji⁵⁵.

Z kolei przepis art. 69 ust. 2 u.o.p. przewiduje, że obowiązek notyfikacyjny powstaje również w przypadku zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o co najmniej 2% ogólnej liczby głosów —

52 Zob. A. Famirski, w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, red. M. Michalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 392.

53 Zob. A. Lichosik, *Zakres podmiotowy obowiązku ujawniania stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2016, t. 21, nr 1, s. 43—53; S. Kamiński, *Znaczne pakiety akcji*, „Glosa” 2001, nr 1, s. 14; M. Pawełczyk, *Nabywanie znacznych pakietów akcji przez subemitenta*, „Prawo Spółek” 2003, nr 1, s. 50 i n.; M. Wierzbowski, M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji spółek publicznych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2002, s. 3—7; M. Dyl, *Znaczne pakiety akcji a nabywanie akcji własnych przez spółki publiczne*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 1, s. 53 i n.

54 Co do zasady sesja giełdowa odbywa się w dni robocze, dodatkowo Giełda Papierów Wartościowych S.A. każdego roku ustala i publikuje dni bez sesji, którymi są dni ustawowo wolne od pracy zgodnie z ustawą z dnia 18 stycznia 1951 r. o dniach wolnych od pracy (Dz.U. z 1951 r. Nr 4 poz. 28 z późn. zm.), jak również w niektórych przypadkach dni robocze, w które przypada np. Wigilia Bożego Narodzenia.

55 R.L. Kwaśnicki, K. Szymański, *Termin i sposób zawiadamiania o zmianie stanu posiadania akcji spółek publicznych*, „Monitor Prawa Handlowego” 2014, nr 3, s. 45.

w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań, bądź o co najmniej 5% ogólnej liczby głosów — w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na innym rynku regulowanym niż rynek oficjalnych notowań lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Obowiązek zawiadomienia dotyczy również przypadku zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 33% ogólnej liczby głosów o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów⁵⁶.

Następnie spółka publiczna na podstawie art. 70 pkt 1 u.o.p. taką informację przekazuje do publicznej wiadomości, Komisji Nadzoru Finansowego oraz spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym są notowane akcje tej spółki, lub podmiotowi organizującemu alternatywny system obrotu (w przypadku spółki notowanej na GPW SA przy wykorzystaniu systemu ESPI⁵⁷, w przypadku spółki wprowadzonej do alternatywnego systemu obrotu za pomocą systemu EBI⁵⁸). Pozwala to inwestorom nieprofesjonalnym na zapoznanie się z decyzjami inwestycyjnymi podjętymi np. przez inwestorów instytucjonalnych (profesjonalnych)⁵⁹. Regulacja prawna w tym zakresie realizuje zasadę równego dostępu do informacji o strukturze akcjonariatu spółki publicznej.

Taki kształt regulacji prowadzi do wniosku, że prawodawca różnicuje wielkość progu osiągniętej ogólnej liczby głosów (a w efekcie konieczność wykonania obowiązku informacyjnego) w zależności od tego, czy akcje spółki publicznej

56 W doktrynie prawa wskazuje się na podział obowiązków notyfikacyjnych na: 1) obowiązki progowe — związane z osiągnięciem lub przekroczeniem określonego progu udziałowego w ogólnej liczbie głosów na podstawie art. 69 ust. 1 u.o.p., oraz 2) tzw. obowiązki kwantowe (ilościowe) na podstawie art. 69 ust. 2 u.o.p., zob. J. Szewczyk, *Progowe obowiązki notyfikacyjne*, „Monitor Prawniczy” 2020, nr 9, s. 450.

57 Zob. Zarządzenie Nr 88/2019 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2019 r. w sprawie „Regulaminu korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI)”, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Regulamin_korzystania_z_ESPI_66994.pdf (dostęp: 8.05.2021).

58 Zob. Zasady przekazywania informacji bieżących i okresowych w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect i na Catalyst oraz przekazywania przez spółki giełdowe raportów dotyczących stosowania zasad szczegółowych ładu korporacyjnego, Załącznik do Uchwały Nr 646/2011 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 20 maja 2011 r. (z późn. zm.), Załącznik Nr 2 do Uchwały Nr 175/2019 Zarządu Giełdy z dnia 18 marca 2019 r., https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/dobre_praktyki/175_2019_Zalacznik_Nr_2_zasady.pdf (dostęp: 8.05.2021), gdzie zgodnie z § 2 ust. 1, przekazywanie przez emitentów informacji bieżących i okresowych realizowane jest poprzez łącza z siecią Internet za pośrednictwem Elektronicznej Bazy Informacji (EBI) administrowanej przez Giełdę, zwanej dalej: EBI lub systemem EBI.

59 Ujawnienie przez spółkę tożsamości akcjonariusza (także omyłkowe oraz nieumyślne), do którego należy mniej niż 5% głosów zdaniem sądu może stanowić naruszenie dóbr osobistych, zob. Wyrok Sądu Rejonowego Wrocław-Śródmieście we Wrocławiu z dnia 9 października 2018 r., sygn. akt: VIII C 16/18, Legalis nr 1922983.

dopuszczone są do obrotu na rynku oficjalnych notowań czy też do obrotu na innym rynku. Wprowadzone rozróżnienie stanowi konsekwencję odmiennego podejścia prawodawcy do poziomu ochrony inwestorów działających w różnych segmentach rynku kapitałowego. W ocenie ustawodawcy rynkiem wymagającym zapewnienia najwyższego poziomu ochrony jest rynek oficjalnych notowań, który w myśl art. 16 u.o.i.f. jest wyodrębniony przez spółkę prowadzącą rynek regulowany, spełniający dodatkowo, w stosunku do minimalnych wymogów określonych dla rynku regulowanego, wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku. W ramach rynku regulowanego prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie rynkiem oficjalnych notowań jest rynek podstawowy, z kolei rynek, na którym notowane są instrumenty finansowe niedopuszczone do obrotu giełdowego na rynku podstawowym, to rynek równoległy⁶⁰.

Obowiązek dokonania notyfikacji o zmianie stanu posiadania, o jakim mowa powyżej, nie powstaje w przypadku, gdy po rozrachunku w depozycie papierów wartościowych kilku transakcji zawartych na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu w tym samym dniu zmiana udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej na koniec dnia rozliczenia nie powoduje osiągnięcia lub przekroczenia progu ogólnej liczby głosów, z którym wiąże się powstanie obowiązków informacyjnych. Wyjątek ten należy ocenić pozytywnie, jednocześnie uznając jego wprowadzenie za konieczne dla uniknięcia stanu dezinformacji rynkowej. Nie wydaje się bowiem celowe informowanie uczestników rynku o transakcji nabycia, a następnie o transakcji zbycia określonej liczby akcji, jeżeli transakcje te zostały rozliczone w tym samym dniu i stan posiadanych akcji nie uległ zmianie. Wykonanie obowiązku informacyjnego w takim przypadku nie realizuje celu regulacji w postaci ujawnienia tożsamości akcjonariuszy, których zamiarem jest pozostawanie w kręgu akcjonariuszy danej spółki publicznej w dłuższej perspektywie, a nie jedynie osiągnięcie zysku przy wykorzystaniu strategii inwestycyjnej opierającej się na wahaniach kursu w ramach transakcji typu *day trading*⁶¹.

60 Zob. § 2 pkt 4 i 5 Regulaminu GPW S.A. w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 17 marca 2020 r.), https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/Regulamin_Gieldy.pdf (dostęp: 1.06.2021).

61 *Day trading* rozumiany jako strategia krótkoterminowego inwestowania w instrumenty finansowe polegająca np. na nabyciu i zbyciu (otwieraniu i zamykaniu pozycji) w tym samym dniu w celu osiągnięcia zysków wynikających ze zmian kursów notowań danego instrumentu finansowego w trakcie jednego dnia. Zob. T. Wójtowicz, *Intraday event study. The impact of US macroeconomic news on WIG20*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 295, s. 109—118.

Przepis w art. 69 u.o.p. określa terminy, w jakich obowiązek notyfikacyjny powinien zostać wykonany. Terminy te mają materialny charakter, co oznacza, że wskazują na okres, w którym może nastąpić wykonanie obowiązku, a ich niezachowanie odnosi skutki w sferze materialnoprawnej polegające na możliwości nałożenia sankcji administracyjnej w postępowaniu wszczętym na podstawie art. 97 ust. 1 pkt 2 u.o.p.⁶² Początek biegu terminu złożenia zawiadomienia o zmianie udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej zależy od tego, czy zmiana ta jest wynikiem zawarcia transakcji w obrocie zorganizowanym, tj. na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, czy też poza nim. W przypadku zmiany udziału w ogólnej liczbie głosów w wyniku nabycia lub zbycia akcji w transakcji zawartej w obrocie zorganizowanym termin na wykonanie obowiązku informacyjnego zaczyna biec od dnia zawarcia transakcji. Natomiast w przypadku gdy zmiana udziału w ogólnej liczbie głosów jest wynikiem transakcji zawartej poza obrotem zorganizowanym, termin na złożenie zawiadomienia, o jakim mowa w art. 69 u.o.p., rozpoczyna swój bieg od dnia, w którym ta zmiana nastąpiła⁶³. Z tego względu do stwierdzenia faktu powstania obowiązku zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego oraz spółki publicznej, której akcje były przedmiotem transakcji, o zmianie w ogólnej liczbie głosów, w szczególności w przypadku transakcji zawartej poza rynkiem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu, kluczowym zagadnieniem staje się określenie momentu zmiany stanu posiadania akcji.

W przypadku transakcji zawartej w ramach obrotu zorganizowanego, tj. na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, zmiana stanu posiadania akcji w spółce publicznej następuje z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych. Zatem dniem nabycia lub zbycia akcji, a w konsekwencji momentem zmiany stanu posiadania akcji jest dzień

62 M. Szymański, *Charakter terminów dotyczących obowiązków informacyjnych określonych w art. 56 i art. 69 ustawy o ofercie publicznej oraz wynikające z tego konsekwencje*, „Monitor Prawa Handlowego” 2015, nr 2, s. 22; B. Adamiak, w: B. Adamiak, J. Borkowski, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 264. Zob. też: Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 24 listopada 2017 r., sygn. akt: II GSK 266/16, Legalis nr 1726293; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 2 października 2015 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1394/15, Legalis nr 1363352; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 28 maja 2009 r., sygn. akt: VI SA/Wa 425/09, Legalis nr 227853.

63 Szerzej odnośnie do dystynkcji pomiędzy momentem zawarcia transakcji a momentem rozpoczęcia biegu terminu na wykonanie obowiązku zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 8 maja 2014 r., sygn. akt: II GSK 147/13, Legalis nr 1161323; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 18 grudnia 2008 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1754/08, Legalis nr 261591; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 17 marca 2010 r., sygn. akt: II GSK 480/09, Legalis nr 283437.

dokonania rozrachunku tych papierów wartościowych, który co do zasady następuje w terminie dwóch dni od dnia zawarcia transakcji. Zgodnie bowiem z § 41 ust. 1 Szczegółowych zasad działania KDPW S.A.⁶⁴ co do zasady rozrachunek transakcji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych następuje w terminie $T + 2$, gdzie zgodnie z § 35 SZD KDPW przez dzień T rozumie się dzień zawarcia transakcji, a dni poprzedzające lub następujące po dniu T oznacza się odpowiednio jako $T - n$ lub $T + n$, gdzie n oznacza liczbę dni poprzedzających lub następujących. Termin wykonania obowiązku informacyjnego w przypadku transakcji zawartej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu liczony jest od momentu, a szerzej od dnia zawarcia transakcji.

Inaczej w przypadku transakcji zawieranych na podstawie umów cywilnoprawnych poza obrotem zorganizowanym, tj. poza rynkiem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu. W odniesieniu do nich wykonanie obowiązku informacyjnego w związku z posiadaniem określonej liczby zdematerializowanych akcji spółki publicznej następuje zgodnie z § 41 ust. 2 pkt 1 SZD KDPW, który stanowi, że rozrachunek transakcji zawartych na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu poza regularną sesją obrotu albo poza standardowym systemem notowań, następuje co do zasady w terminie ustalonym przez strony tych transakcji ($T + n$). Zatem również w tej sytuacji dniem nabycia lub zbycia akcji, a w konsekwencji momentem dokonania zmiany stanu posiadania akcji, będzie dzień rozrachunku tych papierów wartościowych⁶⁵.

Celem regulacji dotyczącej ujawniania znacznych pakietów akcji spółki publicznej jest zapewnienie jak najwyższego poziomu przejrzystości struktury akcjonariatu spółki publicznej⁶⁶. Pojawienie się nowego akcjonariusza, zwiększanie zaangażowania przez akcjonariusza dotychczasowego czy też fakt, że dany akcjonariusz swoje zaangażowanie ogranicza, może mieć wpływ na decyzje inwestycyjne podejmowane przez pozostałych uczestników rynku⁶⁷. Warto pod-

64 Tekst ujednolicony obowiązujący od dnia 9 listopada 2020 r., przyjęty uchwałą nr 655/17 Zarządu KDPW z dnia 28 września 2017 r. z późn. zm., http://www.kdpw.pl/Regulacje/Documents/SZDKDPW_09112020.pdf (dostęp: 20.12.2020), dalej jako: SZD KDPW.

65 Zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 20 grudnia 2007 r., sygn. akt: II GSK 203/07, Legalis nr 118277.

66 Chociaż przedstawiciele doktryny zgłaszają swoje wątpliwości w zakresie wadliwej konstrukcji obowiązującej regulacji, dostrzegają brak zapewnienia transparentności w przypadku wykonywania obowiązku przez podmioty z grupy kapitałowej, wskazując na zakres notyfikowanych informacji przez podmioty z grupy kapitałowej. Zob. szerzej: J. Szewczyk, *Raportowanie znacznych pakietów głosów w grupie kapitałowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 11, s. 55—56.

67 Zob. Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach

kreślić, że ustawa o ofercie publicznej w przypadku ujawniania stanu posiadania w spółce publicznej posługuje się kryterium siły głosu, a nie kryterium udziału kapitałowego w spółce publicznej. Zatem ustawodawca słusznie zakłada, że dla uczestników rynku kluczowe znaczenie ma informacja w zakresie faktycznego rozkładu sił w spółce publicznej, a tym samym możliwość rzeczywistego wpływu na działalność spółki, nie zaś poziom kapitałowego zaangażowania⁶⁸.

Obowiązek ujawniania znacznych pakietów akcji skorelowany został z posiadaniem określonego udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej. Zgodnie z art. 4 pkt 17 u.o.p. przez ogólną liczbę głosów rozumie się sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki. Przy czym zgodnie z art. 87 ust. 5 pkt 3 u.o.p. do liczby głosów, która powoduje powstanie obowiązku informacyjnego wlicza się liczbę głosów z wszystkich akcji, nawet jeżeli wykonywanie z nich prawa głosu jest ograniczone lub wyłączone z mocy statutu, umowy lub przepisu prawa. Zatem przy obliczaniu liczby głosów uwzględnia się wszystkie wyemitowane akcje spółki bez względu na fakt, czy możliwe jest wykonywanie z nich prawa głosu, np. akcje własne spółki⁶⁹. Dla powstania obowiązku informacyjnego w zakresie ujawniania stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej bez znaczenia pozostaje fakt, czy transakcji, w wyniku której nastąpiło przekroczenie wskazanych progów ogólnej liczby głosów, dokonano w ramach obrotu na rynku regulowanym, w alternatywnym systemie obrotu czy w transakcji prywatnej poza obrotem zorganizowanym. Obowiązek notyfikacyjny powstanie bowiem również w przypadku dokonania transakcji poza obrotem zorganizowanym, poprzez zawarcie umowy cywilnoprawnej, której przedmiotem są zdematerializowane akcje spółki publicznej⁷⁰.

W zbiegu różnych reżimów prawnych i sytuacji, w której towarzystwo funduszy inwestycyjnych posiada jednocześnie status spółki publicznej, wykonanie przez potencjalnego nabywcę akcji powyższego obowiązku może nastąpić po dokonaniu zgłoszenia zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o jakim mowa w art. 54 u.f.i., oraz — w przypadku zgody Komisji Nadzoru Finansowego — po realizacji zamiaru nabycia znacznego pakietu akcji.

publicznych Druk nr 3970 z 26 kwietnia 2005 r., s. 19, [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruk/3970/\\$file/3970.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruk/3970/$file/3970.pdf) (dostęp: 30.12.2020).

68 Tak K. Haładaj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 412.

69 Ibidem, s. 411—412.

70 M. Mataczyński, w: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 375; A. Famirski, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 395.

Jednocześnie warto zauważyć, że biorąc pod uwagę strukturę akcjonariatu spółki publicznej, w szczególności masowość akcjonariatu, tożsamość wszystkich akcjonariuszy towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie będzie co do zasady znana, gdyż obowiązki przewidziane przez art. 69 u.o.p. realizowane są dopiero przy osiągnięciu lub przekroczeniu 5% ogólnej liczby głosów. Taki stan prawny w ujęciu wewnętrznym (dla wiadomości spółki) uległ zmianie w 2019 r., jednak nowelizacja przepisów w tym zakresie nie objęła spółek publicznych *in gremio*. Aktualnie na podstawie art. 68j ust. 1 u.o.i.f. dodanego na mocy art. 14 pkt 22 ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw⁷¹ spółka giełdowa (spółka publiczna, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub na zagranicznym rynku regulowanym) może wystąpić z żądaniem udostępnienia jej informacji umożliwiających identyfikację akcjonariuszy oraz dotyczących liczby wyemitowanych przez nią akcji posiadanych przez każdego z tych akcjonariuszy⁷².

Nowelizacja w powyższym zakresie nie zastępuje regulacji związanych z ujawnianiem stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej. Można powiedzieć, że przepisy te uzupełnia, przy czym jedynie w kwestii zwiększenia zakresu wiedzy samej spółki publicznej (będącej jednocześnie spółką giełdową, zatem regulacja ta nie dotyczy spółek publicznych, których akcje zostały wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie obrotu), gdyż zgodnie z art. 68n ust. 1 u.o.i.f. dane osobowe akcjonariuszy (zatem również sama tożsamość) na podstawie przepisów pozwalających na identyfikację akcjonariuszy mogą być przetwarzane wyłącznie w celu umożliwienia spółce giełdowej identyfikacji swoich akcjonariuszy, zapewnienia bezpośredniej komunikacji z nimi oraz ułatwienia wykonywania praw akcjonariuszy i zaangażowania w sprawy spółki. Wobec tego informacje dotyczące zarówno tożsamości akcjonariuszy, jak i liczby posiadanych przez nich akcji nie mogą przez spółkę zostać ujawnione czy podane do publicznej wiadomości⁷³. Cel transparentności akcjonariatu spółki publicznej nadal realizuje art. 69 u.o.p. i możliwość, a nawet obowiązek ujawnienia tożsa-

71 Dz.U. z 2019 r. poz. 2217, dalej jako: ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i innych ustaw.

72 Por. J. Dąbrowska, *Identyfikacja akcjonariuszy w spółkach akcyjnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 2, s. 23.

73 Zgodnie z Wyrokiem Sądu Rejonowego Wrocław-Śródmieście we Wrocławiu nieuprawnione (bez podstawy prawnej) ujawnienie przez spółkę tożsamości akcjonariusza może stanowić naruszenie dóbr osobistych, zob. Wyrok Sądu Rejonowego Wrocław-Śródmieście we Wrocławiu z dnia 9 października 2018 r., sygn. akt: VIII C 16/18, Legalis nr 1922983.

mości akcjonariusza rozpoczyna się od 5% zaangażowania, tj. od 5% w ogólnej liczbie głosów spółki publicznej.

3.3.2.2. Pozostały zakres obowiązku notyfikacyjnego

Zgodnie z art. 69a ust. 1 u.o.p. omówione w poprzednim podrozdziale obowiązki określone w art. 69 u.o.p. spoczywają również na podmiocie, który osiągnął lub przekroczył wskazany próg ogólnej liczby głosów w spółce publicznej w wyniku innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego lub w związku z pośrednim nabyciem akcji spółki publicznej. Do zdarzeń prawnych innych niż czynność prawna, które mogą powodować powstanie obowiązku ujawnienia znacznego pakietu akcji spółki publicznej, należy zaliczyć dziedziczenie, wygaśnięcie uprzywilejowania akcji, podział majątku małżeńskiego czy bezpodstawne wzbogacenie.

Ponadto obowiązki określone w art. 69 u.o.p. powstają także, gdy prawa głosu związane są z akcjami stanowiącymi przedmiot zabezpieczenia. Nie dotyczy to jednak sytuacji, w której podmiot, na rzecz którego ustanowiono zabezpieczenie, ma prawo wykonywać prawo głosu i deklaruje zamiar wykonywania tego prawa, gdyż w takim przypadku prawa głosu uważa się za należące do podmiotu, na rzecz którego ustanowiono zabezpieczenie.

Obowiązki związane z ujawnieniem znacznych pakietów akcji zgodnie z art. 69b ust. 1 u.o.p. spoczywają również na podmiocie, który osiągnął lub przekroczył określony próg ogólnej liczby głosów w spółce publicznej w związku z nabywaniem lub zbywaniem instrumentów finansowych, które:

- 1) po upływie terminu zapadalności bezwarunkowo uprawniają lub zobowiązują ich posiadacza do nabycia akcji, z którymi związane są prawa głosu, wyemitowanych już przez emitenta, lub
- 2) odnoszą się do akcji emitenta w sposób pośredni lub bezpośredni i mają skutki ekonomiczne podobne do skutków instrumentów finansowych określonych w pkt 1, niezależnie od tego, czy instrumenty te są wykonywane przez rozliczenie pieniężne⁷⁴.

Sam fakt nabycia instrumentów finansowych, które po upływie terminu zapadalności uprawniają lub zobowiązują ich posiadacza do nabycia już

⁷⁴ Wykaz tego rodzaju instrumentów finansowych, z uwzględnieniem cech tych instrumentów, przydatności informacji o tych instrumentach na potrzeby oceny zaangażowania akcjonariusza w spółkę publiczną oraz konieczności zachowania we wszystkich państwach członkowskich jednolitego katalogu takich instrumentów finansowych, został określony w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 7 czerwca 2016 r. w sprawie wykazu instrumentów finansowych (Dz.U. z 2016 r. poz. 819).

wyemitowanych akcji, z którymi związane jest prawo głosu, nie powoduje jednocześnie przekroczenia określonego progu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Takie przekroczenie może mieć miejsce w przyszłości — gdy w wyniku zrealizowania prawa lub wykonania obowiązku nastąpi nabycie już wyemitowanych akcji spółki publicznej. Instrumenty finansowe, o jakich mowa w przywołanym powyżej pkt 1, ograniczają zakres przedmiotowy obowiązku ujawniania znacznego pakietu akcji do praw głosu z akcji spółki publicznej już wyemitowanych. Poza zakresem tej normy pozostaje zatem nabycie lub zbycie instrumentów finansowych, które uprawniają do nabycia akcji nowej emisji, tj. np. prawa do akcji, prawa poboru czy warranty subskrypcyjne. Z kolei kategoria wymienionych powyżej w pkt 2 instrumentów finansowych, które odnoszą się do akcji emitenta w sposób pośredni lub bezpośredni i mają skutki ekonomiczne podobne do skutków instrumentów finansowych określonych w pkt 1, swoim zakresem przedmiotowym obejmuje również instrumenty finansowe, które dotyczą akcji jeszcze niewyemitowanych. Z tego względu kategoria ta może obejmować np. prawa do akcji, prawa poboru czy warranty subskrypcyjne⁷⁵.

3.3.3. Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej

Ustawodawca w celu wzmocnienia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej wprowadza regulację umożliwiającą im zbycie akcji w przypadku przejmowania kontroli nad spółką⁷⁶. Co do zasady bowiem przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów, z wyjątkiem przypadku gdy przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów ma nastąpić na skutek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub

75 Por. K. Oplustil, *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec..., s. 946.

76 P. Sokal, *Obowiązki spółek publicznych oraz akcjonariuszy w związku z nabyciem znacznych pakietów akcji*, „Prawo Spółek” 2006, nr 12, s. 31; M. Dyl, *Organizacja i administracyjnoprawne aspekty funkcjonowania rynku kapitałowego*, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański..., s. 791; M. Romanowski, *Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1, s. 12; G. Domański, M. Goszczyk, *Nabycie akcji spółki publicznej — obowiązek ogłaszania wezwań*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 4, s. 4; T. Regucki, *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji — uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2012, nr 3, s. 70.

zamianę akcji spółki publicznej w wyniku przekroczenia 66% ogólnej liczby głosów w tej spółce⁷⁷. Obowiązki ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej wobec przekroczenia wymienionych progów ogólnej liczby głosów uregulowano w art. 73 ust. 1 i art. 74 ust. 1 u.o.p. i określono jako tzw. wezwania uprzednie lub majoryzacyjne⁷⁸.

Obowiązki ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej wobec przekroczenia odpowiednio progu 33% i 66% w wyniku pośredniego nabycia akcji, objęcia akcji nowej emisji, nabycia akcji w związku z ofertą publiczną lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenia lub podziału spółki na skutek zmiany statutu spółki, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia zdarzenia

77 Zważywszy na fakt, że instytucja wezwań stanowi formę ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, przepisy w sposób kazuistyczny określają sposób ustalania ceny w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, z tym zastrzeżeniem, że przepisy te określają cenę minimalną, co nie wyłącza zaproponowania ceny wyższej, por. R. Woźniak, *Zasady ustalania ceny w przymusowym wykupie w przypadku spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 7, s. 52. Zgodnie z art. 79 ust. 1 u.o.p. cena akcji proponowana w wezwaniach, o których mowa w art. 73 i art. 74 u.o.p.,: 1) w przypadku gdy którekolwiek z akcji spółki są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, nie może być niższa od: a) średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo b) średniej ceny rynkowej z krótszego okresu — jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż określony w lit. a; 2) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z pkt 1 albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe — nie może być niższa od ich wartości godziwej. Ponadto cena ta nie może być również niższa od: 1) najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące bądź podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, albo 2) najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania lub podmioty, o których mowa w pkt 1, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Ponadto cena akcji proponowana w wezwaniu, o którym mowa w art. 74 u.o.p., nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania. Szerzej zob. J. Przybyłek, *Metody ustalania ceny w wezwaniu sposobem na ochronę akcjonariuszy mniejszościowych*, „Monitor Prawa Handlowego” 2020, nr 1, s. 45—46; Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 26 kwietnia 2017 r.; sygn. akt: I ACa 142/16, Legalis nr 1713181 oraz odnośnie do ustalenia ceny godziwej w tzw. wezwaniu delistującym zob. Postanowienie Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 22 stycznia 2015 r., sygn. akt: XX GC 1189/14, Legalis nr 1249457. Ustawowe zasady ustalania ceny akcji proponowanej w wezwaniach, o których mowa w art. 73 i art. 74 u.o.p., obejmują także pośrednie nabycie akcji spółki publicznej, tak Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 lipca 2019 r., sygn. akt: I CSK 587/17, LEX nr 2727474.

78 Zob. M. Mataczyński, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, red. T. Sójka, s. 439; R.F. Szymański, *Naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 6, s. 47—48.

prawnego innego niż czynność prawna uregulowano w art. 73 ust. 2 i art. 74 ust. 2 u.o.p. i określono jako tzw. wezwania wtórne (następcze)⁷⁹.

W przypadku gdy przekroczenie progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej nastąpiło na skutek pośredniego nabycia akcji, objęcia akcji nowej emisji, nabycia akcji w związku z ofertą publiczną lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenia lub podziału spółki na skutek zmiany statutu spółki, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia zdarzenia prawnego innego niż czynność prawna, akcjonariusz lub podmiot, który pośrednio nabył akcje, jest obowiązany do ogłoszenia wezwania odpowiednio: w przypadku przekroczenia progu 33% — do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie powodującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów albo zbycia akcji w liczbie powodującej osiągnięcie nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów, a w przypadku przekroczenia progu 66% — do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki⁸⁰, w terminie trzech miesięcy od przekroczenia 33% lub 66% ogólnej liczby głosów, chyba że w tym czasie udział akcjonariusza lub podmiotu, który pośrednio nabył akcje, w ogólnej liczbie głosów ulegnie zmniejszeniu odpowiednio do nie więcej niż 33% lub 66% ogólnej liczby głosów⁸¹.

Regulacja prawna w zakresie obowiązku ogłaszania wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej sprzyja realizacji zasady równego traktowania akcjonariuszy, umożliwiając im zbycie akcji na takich samych warunkach, tj. po takiej samej cenie i w takim samym czasie⁸². Wobec znaczącej podaży w przypadku tego rodzaju wezwania celem regulacji

79 Por. A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 1)*, „Prawo Spółek” 2010, nr 3, s. 21; A. Puchalski, *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 37—41.

80 Jeżeli przekroczenie odpowiednio progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów nastąpiło w wyniku dziedziczenia, obowiązek ogłoszenia wezwania ma zastosowanie, w przypadku gdy po takim nabyciu akcji udział w ogólnej liczbie głosów uległ dalszemu zwiększeniu, wówczas termin na wykonanie tego obowiązku liczy się od dnia, w którym nastąpiło zdarzenie powodujące zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów.

81 W kontekście wykorzystania mechanizmu wrogiego przejęcia spółki publicznej zob. szerzej: A. Kozyra, *Obrona spółek publicznych przed wrogim przejęciem*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020, s. 31—35. Na temat możliwości zastosowania prewencyjnych środków obrony przed wrogim przejęciem, jak np. wprowadzenie tzw. *voting cap* czy przywilejów osobistych w zakresie powołania składu zarządu lub rady nadzorczej, jako odstępstwa od zasady proporcjonalności zob. szerzej: A. Opalski, *Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 8, s. 5.

82 Por. M. Wierzbowski, w: R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, ABC, Warszawa 2002, s. 403.

jest również ograniczenie wpływu faktu nabywania znacznych pakietów akcji na wahania kursu akcji spółki publicznej⁸³, a w konsekwencji dbałość o stabilność ceny oraz ochronę interesu publicznego, rozumianego jako zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, jego bezpieczeństwa, transparentności, zaufania do rynku oraz bezpieczeństwa i przestrzegania reguł uczciwego obrotu⁸⁴.

Całokształt regulacji w tym zakresie pozwala inwestorom uzyskać informacje dotyczące ewentualnych zmian w strukturze akcjonariatu, co sprzyja podniesieniu poziomu transparentności spółki i całego rynku⁸⁵. Informacja dotycząca planów nabycia znacznych pakietów akcji spółki publicznej może stanowić informację istotną, która może mieć wpływ na kształtowanie się ceny akcji⁸⁶. Jeśli akcjonariusz zamierzający ogłosić wezwania o zamiarze nabycia akcji spółki publicznej sam jest podmiotem prowadzącym działalność w formie prawnej spółki publicznej, powinien również rozważyć, czy informacja ta nie stanowi z jego perspektywy informacji poufnej w rozumieniu rozporządzenia 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 uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE⁸⁷, co skutkowałoby

83 Wezwanie to określane jest jako „ograniczające nierównowagę popytowo-podażową”, zob. G. Domański, w: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, red. L. Sobolewski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999, s. 1045. W doktrynie wskazuje się na funkcję ochronną wezwań przed tzw. efektem popytowym, tj. efektem perturbacji cenowych związanych ze skupowaniem na rynku w krótkim czasie znacznych pakietów akcji — tak A. Chłopecki, Z. Mrowiec, *Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 1, s. 17 i n.; por. M. Mataczyński, w: *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015, s. 340.

84 Tak M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 27; zob. też K. Oplustil, *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, „Przegląd Legislacyjny” 2005, nr 3—4, s. 43—60.

85 Zob. M.O. Pec, *Rola zarządu spółki publicznej w trakcie wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w świetle unijnej Trzynastej Dyrektywy i prawa amerykańskiego — kilka uwag prawnoporównawczych*, „Studia Iuridica” 2011, nr 53, s. 186—188; G. Domański, w: *Prawo o publicznym obrocie...*, s. 1045; A. Opalski, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2008, z. 2, s. 1 i n.

86 Por. K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 424; M. Wierzbowski, w: R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa — Prawo o publicznym obrocie...*, s. 443; J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1996, s. 181; G. Domański, L. Stępiak, *W kwestii „zgłoszenia zamiaru” nabycia znacznego pakietu akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 2, s. 9 i n.

87 Dz.Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 1, z późn. zm.

odpowiednim traktowaniem takiej informacji (w zależności od potrzeb — potencjalnym opóźnieniem podania jej do publicznej wiadomości, publikacją informacji o samym zamiarze czy wcześniej rozpoczętymi negocjacjami)⁸⁸.

Zamiar nabycia akcji spółki publicznej skutkujący przekroczeniem progów określonych w art. 73 i art. 74 u.o.p. powoduje powstanie obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej⁸⁹. Przepisy o obowiązkach ogłoszenia wezwania dotyczą nabycia akcji spółki publicznej (w tym spółki publicznej, która prowadzi działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych) niezależnie od faktu, czy transakcja taka ma zostać zawarta na rynku regulowanym, w alternatywnym systemie obrotu czy poza obrotem zorganizowanym⁹⁰. Obowiązek ogłoszenia wezwania, o jakim mowa powyżej, powstanie zatem zarówno w przypadku nabycia akcji spółki publicznej w wyniku transakcji zawartej na rynku regulowanym, jak i poza tym rynkiem⁹¹. Co więcej, w kontekście zakresu treści definicji legalnej spółki publicznej obowiązek ogłoszenia wezwania powstanie zarówno w przypadku zamiaru nabycia akcji zwykłych, jak i akcji uprzywilejowanych. Wobec tego nie wydaje się prawnie dopuszczalne zawarcie cywilnoprawnej umowy sprzedaży akcji spółki publicznej poza obrotem zorganizowanym, której skutkiem byłoby zwiększenie przez nabywcę udziału w ogólnej liczbie głosów powyżej progów wskazanych w art. 73 i art. 74 u.o.p., bez dopełnienia obowiązku ogłoszenia wezwania⁹². Regulacja w tym zakresie w praktyce utrudnia także dokonanie transakcji nabycia akcji w liczbie, która spowodowałaby zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów powyżej progów 33% i 66% w wyniku nabycia ich od jednego kontrahenta w drodze jednej czynności prawnej. Inwestor może tego dokonać wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania, tj. złożenia oferty nabycia lub zamiany akcji wszystkim akcjonariuszom danej spółki publicznej⁹³.

Obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej nie ma charakteru bezwzględnego. Ustawo-

88 Zob. A. Lichosik, *Informacje poufne w spółce publicznej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2016, s. 122.

89 Szerzej na temat ogłoszenia wezwania do zapisywania się na zamianę akcji spółki publicznej zob. R. Woźniak, M. Pawłowski, *Wezwanie na zamianę akcji*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2017, nr 1, s. 15—16.

90 Por. A. Famirski, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 432.

91 Tak też A. Chłopecki, w: A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 450—451; M. Romanowski, *Nabywanie akcji w trybie publicznego wezwania*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 11, s. 4.

92 Tak A. Famirski, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 432.

93 Ibidem. Inaczej K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 426.

dawca w art. 75 u.o.p. wprowadza zamknięty katalog wyłączeń w tym zakresie⁹⁴. W myśl art. 75 ust. 3 pkt 1 u.o.p. obowiązki ogłoszenia wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki publicznej przewidziane w art. 73—74 u.o.p. nie powstają w przypadku nabywania akcji spółki publicznej, której akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu albo nie są przedmiotem obrotu zorganizowanego. Wyjątek ten stanowi konsekwencję normatywnego braku obowiązku, aby wszystkie akcje spółki publicznej zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym czy wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Wobec tego część akcji spółki publicznej może pozostawać poza obrotem zorganizowanym. Trzeba wziąć również pod uwagę, że spółki publiczne nie mają obowiązku dopuszczenia do obrotu akcji wyemitowanych przed dniem uzyskania statusu spółki publicznej⁹⁵. Taki kształt regulacji nie przesądza jednak o wyłączeniu obowiązku ogłoszenia wezwania w przypadku nabycia akcji spółki publicznej, której akcje są przedmiotem obrotu w alternatywnym systemie obrotu, czy spółki, której część akcji znajduje się poza obrotem zorganizowanym⁹⁶.

Obowiązek ogłoszenia wezwania nie powstanie w przypadku nabycia akcji spółki publicznej, której akcje są wyłącznie przedmiotem obrotu w ramach alternatywnego systemu obrotu. Sytuacja taka może mieć miejsce, gdy spółka wszystkie swoje akcje wprowadzi do alternatywnego systemu obrotu bądź wprowadzi do niego jedynie część z nich, a pozostałą część pozostawi poza obrotem zorganizowanym. Wyjątek ten nie będzie jednak miał zastosowania w przypadku spółki publicznej, której akcje wprowadzone są do alternatywnego systemu obrotu, ale jednocześnie zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym⁹⁷. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że wyłączenie w tym zakresie ma na celu uatrakcyjnienie i zachęcenie akcjonariuszy do inwestowania w spółki notowane w ramach alternatywnego systemu obrotu, który w Polsce jest nadal stosunkowo młodym rynkiem⁹⁸.

Podkreślenia wymaga, że wyjątek przewidziany w art. 75 ust. 3 pkt 1 u.o.p. nie dotyczy nabycia akcji spółki publicznej, które znajdują się poza obrotem

94 Zob. S. Rudnicki, M. Śliwa, *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 305.

95 Tak też A. Famirski, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, s. 395.

96 Por. A. Lichosik, *Obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki publicznej niebędących przedmiotem obrotu zorganizowanego*, w: *Szanse i bariery rozwoju przedsiębiorczości w Polsce — w ujęciu prawa publicznego oraz prawa prywatnego*, red. L. Bielecki, J. Mojak, A. Żywicka, Innovatio Press, Lublin 2017, s. 401—412.

97 Ibidem, s. 452.

98 S. Rudnicki, M. Śliwa, *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego...*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, s. 307.

zorganizowanym, ale część akcji tej spółki została dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym. W takim przypadku obowiązek ogłoszenia wezwania powstanie również w sytuacji nabycia akcji spółki publicznej niebędących przedmiotem obrotu zorganizowanego, które w poprzednim stanie prawnym mogły nie mieć formy zdematerializowanej, nie było bowiem obowiązku dokonania dematerializacji wszystkich akcji spółki publicznej⁹⁹.

Obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki publicznej wobec zamiaru lub przekroczenia już progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej nie powstanie również w sytuacji, gdy podmiot nabywający akcje spółki publicznej jednocześnie jest uczestnikiem funduszu inwestycyjnego, który swoje aktywa lokuje w akcje tej samej spółki publicznej. Sam fakt posiadania akcji danej spółki publicznej przez fundusz inwestycyjny i uczestnika tego funduszu inwestycyjnego nie implikuje obowiązku ogłoszenia wezwania wobec braku regulacji analogicznej do tej, przyjętej na gruncie zawarcia porozumienia uregulowanego w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., nakazującej sumowanie liczby głosów posiadanych przez strony porozumienia¹⁰⁰. W relacji uczestnika z funduszem inwestycyjnym, w którym uczestnik posiada jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, nie występuje stosunek dominacji i zależności. Co wynika wprost z art. 4 ust. 4 u.f.i., zgodnie z którym fundusz nie jest podmiotem zależnym od osoby posiadającej bezpośrednio lub pośrednio większość głosów w radzie inwestorów, zgromadzeniu inwestorów lub zgromadzeniu uczestników. Zatem zarówno nabycie przez uczestnika funduszu inwestycyjnego akcji tej samej spółki, której akcjonariuszem jest ten fundusz inwestycyjny, jak i nabycie przez fundusz inwestycyjny akcji spółki publicznej, której akcjonariuszem jest uczestnik tego funduszu, nie powoduje uruchomienia obowiązków ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej. Powyższe może budzić uzasadnione wątpliwości w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego, w którym jest tylko jeden uczestnik posiadający 100% certyfikatów inwestycyjnych. W takiej bowiem sytuacji jedyny uczestnik może mieć wpływ na kształtowanie strategii inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego¹⁰¹.

99 Por. A. Lichosik, *Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego — zagadnienia wybrane*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2015, t. 19, nr 1, s. 23—32.

100 Zob. M. Michalski, *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 6, s. 3—13.

101 Na temat specyfiki funduszy inwestycyjnych zamkniętych (w tym tzw. funduszy dedykowanych) zob. szerzej: A. Lichosik, *Private closed-end investment funds of non-public assets as a form of collective investment on the capital market in Poland*, „European Journal of Accounting, Finance & Business” 2021, vol. 15, <http://www.accounting-management.ro/index.php?pag=showcontent&issue=25&year=2021> (dostęp: 23.02.2021); R. Blicharz, *Pozycja prawna uczestnika funduszu*

3.3.4. Rozszerzenie zakresu podmiotowego obowiązku ujawniania znacznych pakietów akcji spółki publicznej oraz obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej — wzmianka

Jedynie na marginesie prowadzonych rozważań warto zwrócić uwagę, że obowiązki ujawniania znacznych pakietów akcji w spółce publicznej¹⁰² oraz obowiązki ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej co do zasady — w myśl art. 87 ust. 1 u.o.p. — spoczywają odpowiednio:

- 1) na podmiocie, który osiągnął lub przekroczył określony w ustawie próg ogólnej liczby głosów w związku z nabywaniem lub zbywaniem kwitów depozytowych wystawionych w związku z akcjami spółki publicznej;
- 2) na funduszu inwestycyjnym — również w przypadku gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez:
 - a) inne fundusze inwestycyjne zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych,
 - b) inne fundusze inwestycyjne lub alternatywne fundusze inwestycyjne utworzone poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, zarządzane przez ten sam podmiot;
- 3) na alternatywnej spółce inwestycyjnej — również w przypadku gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez:
 - a) inne alternatywne spółki inwestycyjne zarządzane przez tego samego zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną,
 - b) inne alternatywne fundusze inwestycyjne utworzone poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, zarządzane przez ten sam podmiot;
- 4) na funduszu emerytalnym — również w przypadku gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez inne fundusze emerytalne zarządzane przez to samo towarzystwo emerytalne;

inwestycyjnego w Polsce, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Marketingu, Sosnowiec 2006, s. 26; M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001, s. 73.

¹⁰² Zob. szerzej: A. Lichosik, *Zakres podmiotowy obowiązku ujawniania stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2016, t. 21, nr 1, s. 43—53.

- 5) na podmiocie, w przypadku którego osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji:
 - a) przez osobę trzecią w imieniu własnym, lecz na zlecenie lub na rzecz tego podmiotu, z wyłączeniem akcji nabytych w ramach wykonywania czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f.¹⁰³,
 - b) w ramach wykonywania czynności polegających na zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o funduszach inwestycyjnych — w zakresie akcji wchodzących w skład zarządzanych portfeli papierów wartościowych, z których podmiot ten jako zarządzający może w imieniu zleceniodawców wykonywać prawo głosu na walnym zgromadzeniu,
 - c) przez osobę trzecią, z którą ten podmiot zawarł umowę, której przedmiotem jest przekazanie uprawnienia do wykonywania prawa głosu;
- 6) na pełnomocniku, który w ramach reprezentowania akcjonariusza na walnym zgromadzeniu został upoważniony do wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej, jeżeli akcjonariusz ten nie wydał wiążących pisemnych dyspozycji co do sposobu głosowania;
- 7) wspólnie na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania bezpośrednio lub pośrednio akcji spółki publicznej, lub obejmowania w wyniku oferty niebędącej ofertą publiczną przez te podmioty lub przez osobę trzecią, o której mowa w pkt 5 lit. a, lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu, lub prowadzenia trwałej polityki wobec spółki, chociażby tylko jeden z tych podmiotów podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków¹⁰⁴;

103 Odniesienie do działania w imieniu własnym, lecz na zlecenie lub na rzecz innego podmiotu (w praktyce określanego „parkowaniem akcji”) zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 26 września 2018 r., sygn. akt: VI SA/Wa 958/18, Legalis nr 1867768.

104 Na temat obowiązków małżonków oraz domniemania istnienia porozumienia między nimi zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 czerwca 2008 r., sygn. akt: VI SA/Wa 541/08, Legalis nr 260462; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 27 lutego 2020 r., sygn. akt: VI SA/Wa 884/19, Legalis nr 2420384; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 27 maja 2009 r., sygn. akt: II GSK 972/08, Legalis nr 326345. W myśl stanowiska Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe na podstawie art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p. ciążyą na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania przez te podmioty akcji spółki publicznej (lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu dotyczącym istotnych spraw spółki), choćby tylko jeden z nich podjął lub zamierzał podjąć czynności powodujące powstanie tych obowiązków.

- 8) na podmiotach zawierających porozumienie, o którym mowa w pkt 7, posiadających akcje spółki publicznej w liczbie zapewniającej łącznie osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów określonego w tych przepisach¹⁰⁵;
- 9) na pełnomocniku niebędącym firmą inwestycyjną, upoważnionym do dokonywania na rachunku papierów wartościowych czynności zbycia lub nabycia papierów wartościowych.

Poza powyższym prawodawca przewiduje, że do liczby głosów, która powoduje powstanie obowiązków ujawnienia znacznego pakietu akcji lub ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, wlicza się:

- 1) po stronie podmiotu dominującego — liczbę głosów posiadanych przez jego podmioty zależne¹⁰⁶;
- 2) po stronie pełnomocnika, który został upoważniony do wykonywania prawa głosu zgodnie z pkt 6 powyżej — liczbę głosów z akcji objętych pełnomocnictwem;
- 3) liczbę głosów z wszystkich akcji, nawet jeżeli wykonywanie z nich prawa głosu jest ograniczone lub wyłączone z mocy statutu, umowy lub przepisu prawa;
- 4) po stronie pełnomocnika, o którym mowa w pkt 9 powyżej — liczbę głosów posiadanych przez mocodawcę wynikających z akcji zapisanych na rachunkach papierów wartościowych, w zakresie których pełnomocnik ma umocowanie.

ków. Zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 7 czerwca 2016 r., sygn. akt: VI SA/Wa 706/14, LEX nr 2097743. Zob. też Decyzje Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 5 listopada 2019 r. nakładające na osoby fizyczne będące stronami porozumienia kary pieniężne w wysokości: 570 000 zł, 570 000 zł, 220 000 zł, 150 000 zł, w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 46—49, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_14_09_2021.pdf (dostęp: 4.05.2021); Decyzje Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 października 2020 r. nakładające na osoby fizyczne będące rodzeństwem, które w ocenie KNF łączyły porozumienie, kary pieniężne w wysokości: 40 000 zł i 80 000 zł, w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2020 r., poz. 23 i 24, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2020_05_05_2022.pdf (dostęp: 4.05.2021).

105 Por. I. Socha, *Zakres zakazu głosowania w spółce publicznej w razie naruszenia obowiązków informacyjnych*, „Przegląd Sądowy” 2020, nr 2, s. 99.

106 Wyjątek w tym zakresie przewiduje art. 87 ust. 6 u.o.p., zgodnie z którym zasady tej nie stosuje się do Skarbu Państwa i podmiotów od niego zależnych, pod warunkiem że: 1) podmioty wykonujące uprawnienia wynikające z praw majątkowych Skarbu Państwa oraz podmioty od niego zależne wykonują przysługujące im prawa głosu niezależnie od siebie; 2) osoby decydujące o sposobie wykonywania prawa głosu przez podmioty zależne od Skarbu Państwa działają niezależnie.

3.4. Fundusz inwestycyjny jako akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusz bądź wspólnik akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Wyłącznym przedmiotem działalności funduszu inwestycyjnego jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych w określone w ustawie o funduszach inwestycyjnych¹⁰⁷ papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe. Rodzajem takich papierów wartościowych mogą być także akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych bądź akcje lub udziały spółki, która jest akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych¹⁰⁸.

Nabycie papieru wartościowego w postaci akcji może dotyczyć akcji spółki publicznej lub spółki akcyjnej niebędącej spółką publiczną. W przypadku spółki publicznej w zakresie dodatkowych obowiązków związanych z nabywaniem akcji w pełni aktualne pozostają uwagi poczynione powyżej, a dotyczące ujawniania znacznych pakietów akcji w spółce publicznej czy też tzw. obowiązków wezwaniowych. Fundusz inwestycyjny na takich samych zasadach może nabywać akcje spółki publicznej, która jest akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub towarzystwem funduszy inwestycyjnych. W myśl art. 87 ust. 1 pkt 2 u.o.p. obowiązki notyfikacyjne i wezwaniowe spoczywają na funduszu inwestycyjnym również w przypadku, gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez inne fundusze inwestycyjne zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Obowiązek ogłoszenia wezwania w przypadku przekroczenia przez dany fundusz inwestycyjny określonego progu ogólnej liczby głosów w spółce publicznej spoczywa na tym funduszu inwestycyjnym. Ponadto zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 2 u.f.i. na funduszu inwe-

107 W przypadku funduszy zdefiniowanej daty, o jakich mowa w art. 38 ust. 1 ustawy z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz.U. z 2018 r. poz. 2215 z późn. zm.), działających jako specjalistyczne fundusze inwestycyjne, katalog dopuszczalnych lokat takiego funduszu oraz ograniczenia ryzyka inwestycyjnego określone zostały także w ustawie o pracowniczych planach kapitałowych.

108 Z tym zastrzeżeniem, że nie mogą to być akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych będącego organem tego funduszu inwestycyjnego, jego akcjonariusza oraz podmiotów będących podmiotami dominującymi lub zależnymi w stosunku do tego towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub jego akcjonariusza. Fundusz inwestycyjny otwarty w myśl art. 107 ust. 2 pkt 1 u.f.i. nie może bowiem lokować aktywów funduszu inwestycyjnego w tego rodzaju papiery wartościowe.

stycyjnym spoczywa ten obowiązek również w przypadku, gdy osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów następuje w związku z posiadaniem akcji łącznie przez inne fundusze inwestycyjne zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

Dla przejścia przez fundusz inwestycyjny kontroli nad spółką nienotowaną na rynku regulowanym lub notowanym emitentem¹⁰⁹ ustawa o funduszach inwestycyjnych przewiduje szczególną regulację prawną. Mianowicie zgodnie z art. 70zł ust. 1 u.f.i. o przejściu przez fundusz inwestycyjny kontroli nad spółką nienotowaną na rynku regulowanym lub nad notowanym emitentem towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które zarządza tym funduszem, w terminie 10 dni roboczych od dnia przejścia kontroli powinno zawiadomić Komisję Nadzoru Finansowego, tę spółkę lub emitenta, nad którymi fundusz inwestycyjny przejął kontrolę, oraz wspólników lub akcjonariuszy takiej spółki lub emitenta — w zakresie, w jakim dane o nich są dostępne towarzystwu funduszy inwestycyjnych. W przypadku nabycia akcji notowanego emitenta, który jest spółką publiczną, nie można mówić o pośrednim nabyciu akcji, gdyż fakt bycia uczestnikiem w funduszu inwestycyjnym nie wypełnia dyspozycji definicji legalnej pośredniego nabycia akcji, o jakiej mowa w ustawie o ofercie publicznej. Nie wypełnia również dyspozycji definicji legalnej pośredniego nabycia akcji, o jakiej mowa w ustawie o funduszach inwestycyjnych, gdyż ta zamieszczona w art. 54 ust. 2 u.f.i. dotyczy wyłącznie sytuacji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Specyfika zakresu możliwości nabycia akcji przez fundusz inwestycyjny sprowadza się do faktu istnienia ustawowych ograniczeń inwestycyjnych, jakie obowiązują ten podmiot. Zgodnie bowiem z art. 96 ust. 1 u.f.i. co do zasady fundusz inwestycyjny otwarty nie może lokować więcej niż 5% wartości swych aktywów w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot. Jednak limit ten może być zwiększony do 10%, jeżeli łączna wartość lokat w papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego podmiotów, w których fundusz inwestycyjny ulokował ponad 5% wartości aktywów, nie przekroczy 40% wartości aktywów funduszu inwestycyjnego oraz gdy przewiduje to statut takiego funduszu. Przy czym łączna wartość lokat w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, depozyty w tym podmiocie oraz wartość ryzyka kontrahenta wynikająca z transakcji, których przedmiotem

109 Zgodnie z art. 70zj ust. 2 pkt 2 u.f.i. rozumianym jako podmiot emitujący we własnym imieniu akcje lub inne papiery wartościowe o charakterze udziałowym dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (np. spółka publiczna lub fundusz inwestycyjny zamknięty emitujący certyfikaty inwestycyjne).

są niewystandaryzowane instrumenty pochodne, a które zawarte są z tym podmiotem, nie może przekroczyć 20% wartości aktywów funduszu¹¹⁰.

Ponadto ustawodawca nakłada na fundusz inwestycyjny otwarty ograniczenia dotyczące możliwości posiadania określonej liczby głosów w danym podmiocie. Ograniczenia nałożone na fundusz inwestycyjny otwarty, jakie przewiduje art. 104 u.f.i., to np. zakaz nabywania papierów wartościowych dających więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w którymkolwiek organie emitenta tych papierów czy więcej niż 10% wyemitowanych przez jeden podmiot akcji, z którymi nie jest związane prawo głosu. Natomiast w przypadku gdy papiery wartościowe nabyte przez fundusze inwestycyjne otwarte zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych dadzą więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w organach emitenta, fundusze te mogą wykonywać prawo głosu wyłącznie z papierów wartościowych dających łącznie 10% ogólnej liczby głosów¹¹¹.

W myśl art. 99 ust. 1 u.f.i. fundusz inwestycyjny otwarty może lokować do 20% wartości aktywów w akcje lub dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez ten sam podmiot, jeżeli zgodnie z polityką inwestycyjną określoną w statucie fundusz ten będzie odzwierciedlał skład uznanego indeksu akcji lub dłużnych papierów wartościowych, w tym przy zastosowaniu instrumentów pochodnych (fundusz *benchmarkowy*). Jeżeli zostało to przewidziane w statucie funduszu inwestycyjnego, limit ten może zostać zwiększony do 35% wartości aktywów funduszu inwestycyjnego otwartego, gdy udział akcji jednego emitenta w indeksie wzrośnie, przy czym limit ten może dotyczyć akcji lub dłużnych papierów wartościowych wyłącznie jednego emitenta.

110 Na temat norm prawnych regulujących ograniczenia inwestycyjne i znaczenia ich przestrzegania w kontekście obowiązku działania w interesie uczestnika funduszu inwestycyjnego zob. Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie ograniczeń inwestycyjnych obowiązujących fundusze inwestycyjne z dnia 29 listopada 2017 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Ograniczenia_inwestycyjne_obowiazujacych_fundusze_inwestycyjne%20_60293.pdf (dostęp: 30.10.2020); Stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego wyrażone w Piśmie KNF z dnia 1 grudnia 2011 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_do_TFI_28593.pdf (dostęp: 30.10.2020).

111 Wykonywanie przez fundusze inwestycyjne otwarte zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych prawa głosu z papierów wartościowych powyżej progu 10% ogólnej liczby głosów w organach emitenta jest bezskuteczne.

Na rynku kapitałowym coraz częściej można obserwować aktywność stosunkowo nowej kategorii jego uczestników w postaci doradców inwestorów do spraw głosowania (*proxy advisors*), tj. podmiotów, które w ramach swojej podstawowej działalności gospodarczej świadczą usługi wydawania rekomendacji dla akcjonariuszy spółek publicznych (w szczególności inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy inwestycyjnych) co do sposobu wykonywania przez nich prawa głosu z akcji spółek, również spółek portfelowych funduszy inwestycyjnych. Zob. szerzej: I. Prager, *Doradcy inwestorów do spraw głosowania (proxy advisors)*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 190—202.

Ustawodawca powyższych wymagań nie kształtuje w sposób bezwzględny. W praktyce przekroczenie określonej procentowo części wartości aktywów funduszu inwestycyjnego może nastąpić niezależnie od dokonania (bądź niedokonania) transakcji, np. w wyniku zmian cen, kursów lub wartości składników lokat funduszu inwestycyjnego, zmian wartości aktywów funduszu inwestycyjnego wynikających z transakcji przy zobowiązaniu się funduszu inwestycyjnego do odkupu składnika lokat, czy zmian wartości aktywów funduszu inwestycyjnego wywołanych przez zmiany w kapitale wpłaconym lub wypłaconym (pasywne przekroczenia limitów inwestycyjnych). Dopuszcza się zatem możliwość ewentualnego przekroczenia ograniczeń inwestycyjnych, a w przypadku wystąpienia takiego przekroczenia fundusz inwestycyjny jest zobowiązany do niezwłocznego dokonania dostosowania stanu swoich aktywów do wymagań określonych w ustawie o funduszach inwestycyjnych z należyтым uwzględnieniem interesu uczestników funduszu inwestycyjnego.

Jeśli chodzi o fundusze inwestycyjne zamknięte, to co do zasady zgodnie z art. 145 ust. 1 u.f.i. mogą one lokować aktywa m.in. w papiery wartościowe czy udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, w tym w spółkach z siedzibą za granicą, pod warunkiem że są one zbywalne. Przy czym co do zasady papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot¹¹², wierzytelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie nie mogą stanowić łącznie więcej niż 20% wartości aktywów funduszu¹¹³.

Z powyższej analizy wynika, że fundusz inwestycyjny, podobnie jak osoba fizyczna czy inna osoba prawna, może być stroną transakcji nabycia akcji spółki akcyjnej o statusie spółki publicznej. Co do zasady fundusz inwestycyjny może także nabyć akcje spółki akcyjnej, która prowadzi działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Ograniczenie dla wielkości zaangażowania funduszu inwestycyjnego stanowią limity inwestycyjne przewidziane przez ustawodawcę (a także przez statuty funduszy inwestycyjnych), które określają maksymalny poziom zaangażowania kapitałowego, lub limity w ogólnej liczbie głosów w danym podmiocie (spółce akcyjnej). Dla podstawowej tezy niniejszej monografii niebagatelne znaczenie ma jednak fakt, że w przypadku gdy

112 Z wyjątkiem listów zastawnych wyemitowanych przez jeden bank hipoteczny, które nie mogą stanowić więcej niż 25% wartości aktywów funduszu inwestycyjnego.

113 Z wyjątkiem przypadku zawarcia przez fundusz inwestycyjny sekurytyzacyjny umowy, o której mowa w art. 183 ust. 5 u.f.i, wówczas ograniczenie to odnosi się do poszczególnych wierzytelności będących przedmiotem sekurytyzacji. Zob. A. Zwolińska-Doboszyńska, *Sekurytyzacja wierzytelności z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych na tle innych uregulowań dotyczących sekurytyzacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 2, s. 17—25; J. Grodzicki, R.W. Kaszubski, *Sekurytyzacja — aspekty prawne*, „Glosa” 1999, nr 8, s. 4—8; P. Górecki, *Konstrukcja prawna i działalność funduszy sekurytyzacyjnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 2, s. 22—27.

to fundusz inwestycyjny jest akcjonariuszem spółki akcyjnej, która prowadzi działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych, tożsamość uczestników funduszu inwestycyjnego pozostaje *de facto* nieznana. Ustalenie to nie ma dużej istotności w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych, które cechują się masowością, a liczba ich uczestników jest znaczna. Sytuacja kształtuje się odmiennie w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego, w szczególności w jego formie dedykowanej jednemu inwestorowi (uczestnikowi, który nabywa wszystkie wyemitowane przez fundusz inwestycyjny certyfikaty inwestycyjne)¹¹⁴. Konstrukcja prawna tego rodzaju może pozwolić jednemu uczestnikowi funduszu inwestycyjnego na wywieranie wpływu na politykę inwestycyjną funduszu inwestycyjnego czy podejmowane przez fundusz decyzje korporacyjne w organie stanowiącym spółki akcyjnej czy spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w sytuacji nabycia jej udziałów. W przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest to dopuszczalne.

Doniosłe znaczenie w kontekście identyfikacji struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych ma scenariusz z wykorzystaniem struktury funduszu inwestycyjnego zamkniętego dedykowanego jednemu inwestorowi, gdzie z uwagi na fundamentalną zasadę zachowania tajemnicy zawodowej, jaka obowiązuje towarzystwo funduszy inwestycyjnych, w przypadku braku zgody jedyne go uczestnika na ujawnienie jego tożsamości pozostanie ona nieznana¹¹⁵. Ma to szczególne znaczenie, jeżeli fundusz inwestycyjny zamknięty dedykowany jednemu inwestorowi nabywa 100% akcji lub udziałów spółki posiadającej z kolei znaczny pakiet akcji spółki publicznej, która jest większościowym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W tym przypadku fundusz inwestycyjny może być podmiotem, który w ujęciu normatywnym pośrednio nabędzie akcje spółki publicznej zgodnie z regulacją ustawy o ofercie publicznej, jednak jednocześnie może nie zaistnieć normatywne pośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w myśl przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, jeżeli w stosunku do funduszu inwestycyjnego brak jest podmiotu dominującego.

W takim przypadku nie nastąpi ostrożnościowa ocena *ex ante* potencjalnego pośredniego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, gdyż nie dojdzie do pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w ujęciu normatywnym. Analizując jednak zakres i charakter wpływu na towarzystwo

114 Zob. D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 105—108; M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, „Przeгляд Ustawodawstwa Gospodarczego” 1998, nr 4.

115 Por. M. Krzysztofek, *Tajemnice zawodowe i ochrona danych osobowych w instytucjach finansowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2015, s. 28—31.

funduszy inwestycyjnych *ex post* (po dokonaniu transakcji), Komisja Nadzoru Finansowego może skorzystać z normy prawnej zawartej w art. 2a u.f.i., zgodnie z którym określony podmiot może zostać uznany za podmiot dominujący w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli wywiera on znaczący wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Biorąc pod uwagę czas trwania ewentualnego postępowania wyjaśniającego oraz postępowania administracyjnego prowadzonego w sprawie uznania określonego podmiotu za podmiot dominujący w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli jest to uzasadnione potrzebą ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, z uwagi na możliwy negatywny wpływ podmiotu uznanego na podstawie art. 2a u.f.i. za podmiot dominujący w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, Komisja Nadzoru Finansowego może, w drodze decyzji, nakazać zaprzestanie wywierania takiego wpływu, wskazując termin oraz warunki i zakres podjęcia stosownych czynności. Jednak do czasu zakończenia postępowania wpływ taki może być realizowany.

3.5. Potencjalne scenariusze

Powyższe obserwacje prowadzą do wniosków, które można dodatkowo przedstawić na przykładzie potencjalnych scenariuszy relacji podmiotów w strukturze powiązań z towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Teoretycznie bowiem może zostać zrealizowany hipotetyczny scenariusz (scenariusz nr 1), w którym podmiot A (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, niebędąca częścią grupy kapitałowej) dokona nabycia znacznego pakietu akcji (niebędącego pakietem większościowym)¹¹⁶ spółki akcyjnej B (spółka publiczna, której akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym), która jest jedynym lub większościowym akcjonariuszem (posiada 100% lub więcej niż 50% akcji) towarzystwa funduszy inwestycyjnych C. W takiej sytuacji pomimo formalnego nabycia akcji spółki, która jest jedynym lub większościowym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, nie ma miejsca normatywne pośrednie nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o jakim mowa w art. 54 ust 2 u.f.i., gdyż nie dochodzi do powstania stosunku dominacji pomiędzy podmiotem nabywającym A a spółką B będącą jedynym lub większościowym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W konsekwencji brak jest konieczności dokonania przez podmiot A uprzedniego (przed realizacją transakcji) zawiadomienia

¹¹⁶ Co pozwoli nie spełnić przesłanki posiadania większości głosów w organach tego podmiotu zgodnie z art. 4 pkt 14 u.o.p.

Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych C. W efekcie — w moim przekonaniu — można w tym przypadku wskazać na pewnego rodzaju lukę regulacyjną, która budzi obawy w zakresie braku możliwości dokonania przez Komisję Nadzoru Finansowego oceny zapewnienia rękami podmiotu pośrednio nabywającego (zdecydowanie w znaczeniu języka powszechnego) akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych i jego wpływu na stabilne i ostrożne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Ustawodawca wprawdzie przewidział konstrukcję prawną pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, lecz zastosowane domknięcia zakresowe w efekcie wyłączają część stanów faktycznych z obowiązywania tej normy prawnej.

Paradoks regulacji prawnej w tym kształcie sprowadza się do stwierdzenia, że podmiot mający zamiar pośredniego nabycia (zgodnie z definicją legalną z art. 54 ust. 2 u.f.i.) 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub udziału w kapitale zakładowym towarzystwa funduszy inwestycyjnych ma obowiązek zawiadomić o tym fakcie Komisję Nadzoru Finansowego, natomiast w przywołanym scenariuszu nr 1 z uwagi na fakt, iż nie dojdzie do pośredniego nabycia akcji w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych, taki obowiązek nie wystąpi — pomimo nabycia znacznego pakietu akcji (np. 30% ogólnej liczby głosów) podmiotu dominującego wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a więc wobec potencjalnej i faktycznej możliwości zyskania realnego wpływu na funkcjonowanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Warto przy tym podkreślić, że gdyby w scenariuszu nr 1 podmiot A znajdował się w ramach grupy kapitałowej i istniałby podmiot wobec niego dominujący (podmiot D), to wówczas w ujęciu normatywnym podmiot D byłby podmiotem nabywającym w sposób pośredni akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych C (scenariusz nr 2).

Teoretycznie możliwy stan faktyczny opisany w scenariuszu nr 1 pod kątem rozmycia możliwości dokonania oceny rękami podmiotu pośrednio nabywającego akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych można jeszcze skomplikować (scenariusz nr 3). Mianowicie przy założeniu, iż jedynym udziałowcem (posiadającym 100% udziałów) podmiotu A jest fundusz inwestycyjny zamknięty, co do którego brak jest obowiązku, a nawet — z uwagi na tajemnicę zawodową obowiązującą towarzystwo funduszy inwestycyjnych nim zarządzające — brak jest możliwości (wobec niewyrażenia na to zgody przez uczestnika tego funduszu inwestycyjnego) ujawnienia tożsamości uczestnika (inwestora) takiego funduszu inwestycyjnego, który w przedstawionym hipotetycznym scenariuszu nr 3 będzie końcowym beneficjentem rzeczywistym towarzystwa funduszy inwestycyjnych C.

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że o ile ustawodawca wprowadza regulację prawną pozwalającą na ocenę potencjalnego znaczącego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych i w tym zakresie organ administracji publicznej w postaci Komisji Nadzoru Finansowego szczegółowo sprawdza i ocenia m.in. plany strategiczne i podejście biznesowe potencjalnego przyszłego akcjonariusza w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którego zamiar nabycia akcji dotyczy, o tyle w przypadku ziszczenia się scenariusza nr 1 lub 3 nie tylko pośredni znaczący akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych (w ujęciu nienoramtywnym) nie będzie znany, ale również organ nadzoru nie będzie dysponował środkami prawnymi, aby poznać jego plany strategiczne co do dalszego funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Tego rodzaju stan faktyczny i prawny — w mojej ocenie — można uznać za niespójny, a nawet niezgodny z *ratio legis* regulacji prawnej wprowadzającej konieczność dokonania oceny ostrożnościowej przypadków nabywania akcji w podmiotach sektora rynku finansowego.

3.6. Uwagi końcowe

Przedstawione w tym rozdziale zagadnienia w powiązaniu z wątkami już dotychczas omówionymi pozwalają na wysunięcie kilku podstawowych wniosków. Po pierwsze, należy wskazać, że ustawodawca przewiduje różne możliwości uczestniczenia w strukturze akcjonariatu spółki akcyjnej, a możliwości te mogą podlegać modyfikacjom w zależności od tego, czy spółka ta posiada dodatkowo status spółki publicznej. Po drugie, chociaż ustawodawca przewiduje normatywne zabezpieczenia dla stabilności i ostrożnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych w postaci obowiązku emitowania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych wyłącznie akcji imiennych, to *de iure* wykorzystanie formy prawnej spółki publicznej jako akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych o ile bezpośrednio zapewnia identyfikację akcjonariusza z uwagi na osobowość prawną spółki akcyjnej (spółki publicznej), o tyle w praktyce może powodować, że faktyczny decydent — akcjonariusz lub wspólnik akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych (beneficjent rzeczywisty) — nie będzie znany. Trzecia obserwacja dotyczy możliwości wykorzystania formy prawnej spółki publicznej w połączeniu z wyborem określonego akcjonariusza takiej spółki w sekwencji, w której akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest spółka publiczna, a jej akcjonariuszem jest inny podmiot, który nie ma wobec siebie podmiotu dominującego. Takie warunki również mogą prowadzić do sytuacji, w której nie zaistnieje konieczność zgłoszenia zamiaru pośredniego

nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych i uzyskania zgody organu nadzoru na realizację tego zamiaru.

Ponadto przy zastosowaniu schematu z udziałem spółki publicznej akcjonariusz takiej spółki zobowiązany jest do wykonania kilku dodatkowych obowiązków — zarówno informacyjnych o nabyciu określonego pakietu akcji spółki publicznej (obowiązki notyfikacyjne w zakresie ujawnienia stanu posiadania), jak i obowiązków o charakterze wezwaniowym, w tym również o charakterze uprzednim (przed dokonaniem transakcji nabycia akcji spółki publicznej). Przy czym nabywanie akcji spółki publicznej może odbywać się również poza tradycyjną formą zawierania transakcji w obrocie zorganizowanym (na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu), gdzie dokonuje się to poprzez automatyczne kojarzenie przez system zleceń (tzw. *netting*) składanych przez anonimowe podmioty, gdyż regulacje cywilnoprawne w tym zakresie pomimo notowania spółki na GPW S.A. pozwalają dokonać transakcji, której parametry zostaną uprzednio przez strony uzgodnione, np. poprzez wykorzystanie formuły transakcji pakietowej.

Inną możliwą konstrukcją prawną udziału w szeroko pojętej strukturze własnościowej towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest wykorzystanie formy prawnej funduszu inwestycyjnego. Fundusz inwestycyjny może występować zarówno jako akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak i akcjonariusz lub wspólnik akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Powyższe w zależności od konfiguracji i stopnia zaangażowania funduszu inwestycyjnego (większe zaangażowanie może wystąpić w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego z uwagi na stosunkowo mniejsze ustawowe ograniczenia inwestycyjne) może pozwolić na wywieranie realnego wpływu zarówno na akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak i w konsekwencji na samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Może bowiem zaistnieć scenariusz, w którym fundusz inwestycyjny nabędzie większościowy pakiet akcji lub udziałów spółki posiadającej znaczny pakiet akcji spółki publicznej, która jest większościowym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W takim przypadku fundusz inwestycyjny może w ujęciu normatywnym pośrednio nabyć akcje spółki publicznej, a jednocześnie może nie nabyć pośrednio akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Wówczas nie ma zastosowania norma prawna realizująca obowiązek dokonania ostrożnościowej oceny potencjalnego pośredniego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Podsumowując rozważania przeprowadzone w tym rozdziale, należy stwierdzić, że *de lege lata* nabycie znacznego pakietu akcji spółki publicznej (niepowodującego powstania stosunku dominacji) będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych przez podmiot, który nie posiada wobec siebie

podmiotu dominującego, nie implikuje powstania normatywnego obowiązku zgłaszania Komisji Nadzoru Finansowego *ex ante* zamiaru pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Należy mieć przy tym na względzie, że posiadanie np. 30%¹¹⁷ ogólnej liczby głosów *de facto* — wobec rozdrobnienia pozostałej części struktury akcjonariatu spółki publicznej lub pasywności akcjonariuszy i nieuczestniczenia w obradach walnego zgromadzenia — może pozwolić na wywieranie decydującego wpływu na działalność spółki publicznej będącej akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jednocześnie nabycie pakietu 30% ogólnej liczby głosów spółki publicznej może nie zostać objęte żadnym uprzednim obowiązkiem uzależniającym dokonanie takiej transakcji od spełnienia określonego warunku. Sytuacja taka wymyka się zatem spod jurydycznego ujęcia pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych i stwarza — w mojej opinii — pole do potencjalnych nadużyć. *De iure* bowiem znaczący akcjonariusz spółki publicznej będącej większościovym akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, pomimo że może wywierać decydujący wpływ na spółkę publiczną będącą akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, nie podlega reglamentacji prawnej w zakresie zgłoszenia zamiaru pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych na podstawie art. 54 i n. u.f.i. (jeżeli nie posiada wobec siebie podmiotu dominującego), co wynika także z faktu, że w założeniu posiadanie 30% ogólnej liczby głosów spółki publicznej, w ujęciu normatywnym, nie powoduje powstania stosunku dominacji.

Prawodawca, co prawda, przewidział możliwość następczej (po dokonaniu transakcji nabycia akcji np. akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych) oceny charakteru wpływu danego podmiotu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, zgodnie z którą określony podmiot może zostać uznany za podmiot dominujący w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli podmiot ten wywiera znaczący wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jednakże biorąc pod uwagę, że jest to działanie *ex post* organu administracji, ostrożnościowa ocena potencjalnego pośredniego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, przy czym ważne, że jest ona *ex ante*, również nie będzie miała miejsca. W tym kontekście — w mojej ocenie — zwrócenie uwagi na normatywne możliwości wykorzystania *per se* nieoczywistych konstrukcji uczestniczenia przez różne podmioty i na różnych poziomach w transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w szerokim ujęciu (nie tylko bezpośrednio czy pośrednio w ujęciu jurydycznym, lecz także

117 Procentowa wielkość ogólnej liczby głosów przed pierwszym progiem wezwaniowym 33%, o jakim mowa w art. 73 u.o.p.

pośrednio w rozumieniu języka ogólnego), a później w strukturze własnościowej towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest istotne ze względu na konieczność zapewnienia stabilnego i ostrożnego zarządzania podmiotem nadzorowanym, jakim jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Normatywnie natomiast stan taki zdaje się prawodawcy wymykać spod zakresu regulacji.

Prawne instrumenty oddziaływania na pośredniego (potencjalnie pośredniego) nabywcę akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

4.1. Rozważania wprowadzające

Specyfika obrotu instrumentami finansowymi w ramach rynku kapitałowego, potrzeba zapewnienia jego transparentności, powszechnego oraz równego dostępu do informacji rynkowej, profesjonalizm, prawidłowość funkcjonowania pośredników obsługujących obrót wymagają funkcjonowania sprawnego systemu kontroli i nadzoru¹. W tym przypadku regulacje oparte wyłącznie na stosunkach prywatnoprawnych mogą okazać się niewystarczające.

Z tego względu ustawodawca wprowadza przede wszystkim administracyjnoprawne metody oddziaływania, również obejmujące ingerencję w sferę prawa prywatnego. Zróżnicowany charakter norm prawa rynku kapitałowego, gdzie poza dominującym udziałem norm administracyjnoprawnych obowiązują również normy cywilnoprawne i karnoprawne, powoduje, że zakres uprawnień przysługujących organowi nadzoru coraz częściej wkracza także w sferę prawa cywilnego i karnego. Fakt ten część doktryny kwalifikuje jako przesłankę pozwalającą stwierdzić, że możemy już mówić o nowej gałęzi prawa o interdyscyplinarnym charakterze, poza dominującą rolą norm administracyjnoprawnych. Swoisty przedmiot prawnej regulacji rynku kapitałowego wymaga bowiem wprowadzania zarówno norm cywilnoprawnych, jak i karnoprawnych o charakterze *lex specialis*².

1 Por. R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 2013, s. 24.

2 Zob. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 63—66; odmiennie A. Chłopecki, *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 749.

Jak wskazuje Marcin Dyl: „przenikanie się różnego rodzaju norm w prawie rynku kapitałowego jest na tyle silne, że częstokroć problemy może budzić określenie ich prawnego charakteru, tj. na przykład czy mamy do czynienia z normą administracyjnoprawną wywierającą istotny wpływ na sferę prawa cywilnego, czy też ze szczególną normą cywilnoprawną opartą na administracyjnoprawnych założeniach działania”³. Niezależnie jednak od tego dominacja regulacji administracyjnoprawnej jest na tyle silna (szczególnie w zakresie określenia kształtu nadzoru nad podmiotami nadzorowanymi), że administracyjnemu nadzorowi przypisuje się przymiot zasady obowiązującej na rynku kapitałowym⁴. Konsekwencją przenikania się różnego rodzaju norm stało się wyposażenie Komisji Nadzoru Finansowego w kompetencje do oddziaływania w sferze stosunków proceduralnych i materialnoprawnych charakterystycznych również dla prawa cywilnego. Może to jednak budzić wątpliwości z uwagi na daleko idącą ingerencję organu nadzoru w sferę przynależną organom władzy działającym w ramach struktur wymiaru sprawiedliwości⁵.

Założeniem administracyjnego nadzoru jest „działanie państwa przy wykorzystaniu jako instrumentarium podmiotowego organów administracji publicznej, mające na celu ochronę i zabezpieczenie interesu publicznoprawnego”⁶. W efekcie dla ochrony funkcjonowania rynku kapitałowego i jego uczestników ustanowiony został specjalny organ administracji publicznej, jakim jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Charakter prawnej regulacji rynku kapitałowego jest determinowany dążeniem prawodawcy do zabezpieczenia interesu publicznego, który należy rozumieć zarówno przez pryzmat interesu państwa, jak i sumy indywidualnych interesów podmiotów, na które może oddziaływać podmiot administrowany⁷.

3 M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 67.

4 Zob. A. Lichosik, *Zasada administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym*, w: *Zasady w prawie administracyjnym. Teoria, praktyka, orzecznictwo*, red. Z. Duniewska, M. Stahl, A. Krakata, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 605—617 i przywołana tam literatura.

5 Por. P. Przybysz, *Refleksje o kontroli administracji przez sądy*, w: *Współczesne zagadnienia prawa i procedury administracyjnej. Księga jubileuszowa dedykowana prof. zw. dr. hab. Jackowi Langowi*, red. J. Jagielski, E. Stefańska, M. Wierzbowski, A. Wiktorowska, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009, s. 197; A. Zieliński, *Efektywność sądowej ochrony wolności i praw jednostki w Polsce*, w: *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa profesora Józefa Okolskiego*, red. M. Modrzejewska, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 1389; T. Kiełkowski, *Czy organy administracji publicznej rozstrzygają sprawy cywilne?*, „Państwo i Prawo” 1997, z. 8, s. 85; J. Dybiński, A. Szumański, *O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego — analiza teoretyczna i prawnoporównawcza (część 1)*, „Studia Prawa Prywatnego” 2019, z. 1, s. 54—69.

6 M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 67.

7 Por. H. Kisilowska, D. Sypniewski, *Procedury szczególne a Kodeks postępowania administracyjnego na przykładzie art. 28 ustawy — Prawo budowlane*, w: *Kodyfikacja postępowania admini-*

Komisja Nadzoru Finansowego jako organ administracji publicznej sprawujący nadzór nad całym rynkiem finansowym, w tym nad rynkiem kapitałowym, nadzoruje zarówno podmioty organizujące obrót instrumentami finansowymi (m.in. spółkę prowadzącą rynek regulowany, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych), pośredniczące w tym obrocie (m.in. firmy inwestycyjne, w tym domy maklerskie; agentów firm inwestycyjnych; banki powiernicze), jak i większość jego bezpośrednich uczestników (m.in. emitentów dokonujących oferty publicznej papierów wartościowych; emitentów, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym; fundusze inwestycyjne czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych).

Nadzór sprawowany przez Komisję Nadzoru Finansowego w myśl art. 4 ust. 1 u.n.r.k. ma na celu przede wszystkim zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, przez co rozumie się głównie bezpieczeństwo obrotu oraz ochronę inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzeganie reguł uczciwego obrotu⁸. Komisja Nadzoru Finansowego na podstawie i w granicach materialnego prawa administracyjnego ma możliwość kształtowania stosunków prawnych związanych zarówno z tworzeniem pierwotnego stanu prawnego, jak i z późniejszym jego korygowaniem⁹.

W kształtowaniu stosunku administracyjnoprawnego korzysta się z szerokiego zakresu środków nadzorczych, które powinny zabezpieczać dobro chronione prawem. Ocena doboru rodzaju środka nadzoru powinna obejmować „siłę” jego użycia w odniesieniu do dobra chronionego przepisami prawa oraz poziomu ochrony tego dobra. W myśl konstytucyjnej zasady proporcjonalności działania władzy publicznej, przybierające postać stosowanych środków nadzoru, powinny być adekwatne do zakładanych celów nadzoru, w przeciwnym wypadku mogą zostać uznane za nadużycie prawa¹⁰.

stracyjnego na 50-lecie k.p.a., red. J. Niczyporuk, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Administracji, Lublin 2010, s. 306; A. Wróbel, *Interes publiczny w postępowaniu administracyjnym*, w: *Administracja publiczna u progu XXI wieku. Prace dedykowane prof. zw. dr. hab. Janowi Szreniawskiemu z okazji jubileuszu 45-lecia pracy naukowej*, red. Z. Niewiadomski et al., Wyższa Szkoła Administracji i Zarządzania, Przemysł 2000, s. 707—708.

8 Por. D. Karwasiński, *Bieżące zmiany uwarunkowań regulacyjnych na polskim rynku kapitałowym w kontekście obserwowanego obniżenia zaufania ze strony inwestorów oraz regulacyjnych mechanizmów ich ochrony*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2019, nr 3, s. 114.

9 Tak M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 205.

10 A. Nałęcz, *Zasada proporcjonalności jako zasada ogólna postępowania administracyjnego*, w: *Przegląd dyscyplin badawczych pokrewnych nauce prawa i postępowania administracyjnego. Zjazd Katedr Prawa i Postępowania Administracyjnego. Kazimierz Dolny nad Wisłą, 19—22 września 2010*, red. M. Domagała, J. Izdebski, T. Stanisławski, S. Wrzosek, Wydawnictwo KUL, Lublin 2010, s. 289.

Cele nadzoru wskazane przez prawodawcę determinują środki, jakimi może posługiwać się Komisja Nadzoru Finansowego¹¹. Środki nadzorcze, w jakie została wyposażona, oceniane są jako umożliwiające jej „intensywny” nadzór, który przejawia się w wielopłaszczyznowej możliwości oddziaływania na podmioty nadzorowane, w tym w znacznej ingerencji w strukturę organizacyjną i działalność podmiotów nadzorowanych¹². Ponieważ Komisja Nadzoru Finansowego odpowiada za sprawne funkcjonowanie rynku kapitałowego, powinna mieć zapewnioną możliwość realnego oddziaływania na podmioty nadzorowane i ich działania. W ramach takich jej zadań mieści się czuwanie nad przestrzeganiem przez podmioty nadzorowane zasad i warunków prawidłowego funkcjonowania na rynku kapitałowym, w tym ochrona zaufania do tego rynku¹³.

Komisja Nadzoru Finansowego może wykonywać swe kompetencje w ramach kilku grup prawnych form działania administracji¹⁴. Do jednych ze środków nadzoru pozwalających oddziaływać na podmioty nadzorowane zalicza się te o charakterze reglamentacyjnym, które umożliwiają Komisji Nadzoru Finansowego m.in. decydowanie o powstaniu podmiotu nadzorowanego¹⁵, decydowanie o możliwości prowadzenia określonej działalności¹⁶, ale również takie, które decydują o podejmowaniu określonych czynności polegających np. na nabyciu akcji spółki prowadzącej rynek regulowany¹⁷, akcji firmy inwestycyjnej czy

11 R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 95—99.

12 R. Blicharz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz—Katowice 2009, s. 207.

13 W przypadku towarzystwa funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych możliwość ta na poziomie ustawowym została zapewniona przez wprowadzenie stosownej normy do art. 225 u.f.i., zgodnie z którym towarzystwo funduszy inwestycyjnych i fundusz inwestycyjny mają obowiązek dostarczania Komisji Nadzoru Finansowego okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących ich działalności i sytuacji finansowej, jak również — na jej żądanie — informacji, dokumentów lub wyjaśnień niezbędnych do wykonywania efektywnego nadzoru.

14 Por. J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1996, s. 62.

15 Na przykład wydanie zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego. Por. M. Michalski, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 647 i n.

16 Na przykład zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej przez firmy inwestycyjne. Zob. M. Szewczyk, *Nadzór w materialnym prawie administracyjnym. Administracja wobec wolności i innych praw podmiotowych jednostki*, Zachodnie Centrum Organizacji, Poznań 1996, s. 153—154.

17 Zob. szerzej: A. Michór, *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009, s. 124—128.

akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych¹⁸. Dzięki temu Komisja Nadzoru Finansowego ma realny wpływ na to, jakie podmioty są uczestnikami rynku kapitałowego, wydając stosowne zezwolenia, zgody, sprzeciwy oraz zatwierdzenia¹⁹. Środki te pozwalają instytucji nadzoru dokonywać pewnego rodzaju „selekcji” uczestników obrotu na rynku kapitałowym²⁰. Zasadniczą część środków nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego, tj. głównie nadzoru policyjnego, reglamentacyjnego, represyjnego, personalnego, przybiera formę indywidualnego aktu administracyjnego w postaci decyzji administracyjnej²¹. Szczególny środek nadzoru stanowi instytucja prawa, jaką jest sprzeciw Komisji Nadzoru Finansowego, jako organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym, co do zamiaru określonego działania danego podmiotu, które może wpływać na podmiot nadzorowany.

W kontekście poczynionych ustaleń w rozdziale omówione zostaną administracyjnoprawne środki nadzoru o charakterze uprzednim (sprzeciw co do zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych), środki nadzoru o charakterze następczym i kontrolnym, a także skutki cywilnoprawne nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem przepisów prawa. W przypadku towarzystwa funduszy inwestycyjnych będącego jednocześnie spółką publiczną (lub w przypadku akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych będącego jednocześnie spółką publiczną) prawodawca przewiduje dodatkowe (poza obowiązkami określonymi w ustawie o funduszach inwestycyjnych) obowiązki związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji takiego podmiotu (obowiązki notyfikacyjne czy wezwaniowe), wskazane w ustawie o ofercie publicznej. W niniejszym rozdziale omówione zostaną również sankcje administracyjnoprawne działania niezgodnego z tymi przepisami, a także cywilnoprawne skutki tego rodzaju naruszeń.

18 W kontekście jednostronności działań administracji publicznej jako wyznacznika władzości działań administracji zob. szerzej: K.M. Ziemiński, *Indywidualny akt administracyjny jako forma prawna działania administracji*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2005, s. 118—124.

19 Por. K. Kiczka, *Problemy badawcze uprawniających aktów administracyjnych*, w: *Środki prawne publicznego prawa gospodarczego*, red. L. Kieres, Kolonia Limited, Wrocław 2007, s. 55; T. Kocowski, *Prawne formy działań policyjnych i reglamentacyjnych*, w: A. Chełmoński et al., *Administracyjne prawo gospodarcze. Zagadnienia wybrane*, Kolonia Limited, Wrocław 2000, s. 98—100.

20 Por. R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku kapitałowego...*, s. 279.

21 Por. R. Blicharz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego...*, s. 203; P. Wajda, *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 201—212. W szerszym ujęciu zob. K.M. Ziemiński, *Indywidualny akt administracyjny — jego istota*, w: *Prawne formy działania administracji*, red. R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 151—174 i przywołana tam literatura.

4.2. Administracyjnoprawne środki nadzoru

4.2.1. Środki nadzoru administracyjnoprawnego o charakterze uprzednim

4.2.1.1. Sprzeciw w sprawie pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — charakter decyzji administracyjnej

Instytucja sprzeciwu jest przykładem środka nadzoru o charakterze reglamentacyjnym i personalnym, stanowi ona próbę odejścia od administracyjnoprawnego rygoryzmu²². Podmiot potencjalnie nadzorowany (mający zamiar oddziaływania na podmiot nadzorowany) poprzez złożenie zawiadomienia o zamiarze podjęcia określonych czynności (zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych) inicjuje wobec siebie możliwość władczego działania Komisji Nadzoru Finansowego jako organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

Komisja Nadzoru Finansowego w określonym terminie może w formie zakazu prewencyjnego odnieść się do zachowań opisanych w zawiadomieniu o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zakaz tego rodzaju, wyrażony w formie sprzeciwu, powoduje brak możliwości legalnego działania danego podmiotu (potencjalnie nadzorowanego). Sprzeciw jest władczym jednostronnym rozstrzygnięciem organu administracji publicznej wobec konkretnego podmiotu w określonej sprawie; przyjmuje on formę decyzji administracyjnej. Tego rodzaju akt administracyjny organu nadzoru jest związany z ograniczeniem swobody działalności podmiotu składającego zawiadomienie, uzależnia ją od rozstrzygnięcia Komisji Nadzoru Finansowego i to niezależnie od faktu, czy podmiot zawiadamiający przed złożeniem zawiadomienia był podmiotem nadzorowanym czy też nie.

W przypadku instytucji sprzeciwu prawodawca przewiduje normę generalną, zgodnie z którą istnieje możliwość wydania decyzji negatywnej w postaci zakazu określonego działania²³. Zgodnie z dyspozycją art. 54h ust. 1 u.f.i. Komisja Nadzoru Finansowego, jeśli zaistnieją określone przesłanki, zgłasza w drodze decyzji administracyjnej sprzeciw co do nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie określonych ustawowo progów ogólnej liczby głosów (decyzja negatywna). Regulację o charakte-

22 M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 236.

23 *Ibidem*, s. 237—238.

rze *lex specialis* zawiera art. 54h ust. 4 u.f.i., zgodnie z którym organ administracji publicznej, jeżeli nie widzi podstaw do złożenia sprzeciwu, może w takiej sytuacji wydać decyzję administracyjną o stwierdzeniu braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu (decyzja pozytywna).

Decyzja o stwierdzeniu braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu może zostać wydana wyłącznie przed upływem ustawowego terminu na złożenie sprzeciwu, a jego bezskuteczny upływ wiąże się ze skutkiem w sferze prawa materialnego w postaci możliwości realizacji zamiaru objętego zawiadomieniem. Wydanie decyzji pozytywnej pozwala podmiotowi składającemu zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji na dokonanie transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych bez konieczności oczekiwania na upływ terminu przewidzianego na zgłoszenie sprzeciwu przez organ nadzoru. Tego rodzaju decyzja o charakterze pozytywnym podlega takim samym zasadom zaskarżenia jak decyzja o zgłoszeniu sprzeciwu. W przypadku stwierdzenia braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu Komisja Nadzoru Finansowego w treści takiej decyzji może ustalić termin, w którym powinno nastąpić nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Termin ten organ nadzoru może wydłużyć na wniosek podmiotu składającego zawiadomienie lub urzędu. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem określonego przez organ nadzoru terminu podlega sankcjom administracyjnym określonym w art. 54l ust. 5 u.f.i. omówionych szerzej w rozdziale 4.2.2.1. oraz powoduje powstanie skutków cywilnoprawnych na podstawie art. 54l ust. 1 pkt 4 u.f.i., które opisano w rozdziale 4.3.1.

Sprzeciw Komisji Nadzoru Finansowego jest aktem administracyjnym o charakterze zewnętrznym w postaci decyzji administracyjnej, której forma i treść powinna odpowiadać rygorom formalnym decyzji administracyjnej określonym w art. 107 k.p.a., tj. powinna zawierać: oznaczenie organu administracji publicznej; datę wydania; oznaczenie strony lub stron; powołanie podstawy prawnej; rozstrzygnięcie wraz z uzasadnieniem faktycznym i prawnym; pouczenie, czy i w jakim trybie służy od niej odwołanie, oraz o prawie do zrzeczenia się odwołania i skutkach zrzeczenia się odwołania; podpis z podaniem imienia i nazwiska oraz stanowiska służbowego pracownika organu upoważnionego do wydania decyzji, a jeżeli decyzja wydana została w formie dokumentu elektronicznego — kwalifikowany podpis elektroniczny. Ponadto w przypadku decyzji, w stosunku do której może być wniesione powództwo do sądu powszechnego, sprzeciw od decyzji²⁴

24 Zgodnie z art. 184 § 1 k.p.a. prokuratorowi służy prawo wniesienia sprzeciwu od decyzji ostatecznej, jeżeli przepisy Kodeksu postępowania administracyjnego lub przepisy szczególne przewidują wznowienie postępowania, stwierdzenie nieważności decyzji albo jej uchylenie lub zmianę. Instytucję sprzeciwu przysługującego prokuratorowi regulują szczegółowo przepisy art. 184—187 k.p.a.

lub skarga do sądu administracyjnego, decyzja powinna zawierać pouczenie o dopuszczalności wniesienia powództwa, sprzeciwu od decyzji lub skargi oraz o wysokości opłaty od powództwa lub wpisu od skargi lub sprzeciwu od decyzji, jeżeli mają one charakter stały, albo o podstawie do wyliczenia opłaty lub wpisu o charakterze stosunkowym, a także możliwości ubiegania się przez stronę o zwolnienie od kosztów albo przyznaniu prawa pomocy.

Od sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego jako decyzji administracyjnej, jak również od decyzji o stwierdzeniu braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu przysługuje środek odwoławczy zwyczajny w postaci wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy przez ten sam organ zgodnie z art. 127 § 3 k.p.a. Od decyzji ostatecznej wydanej w wyniku ponownego rozpatrzenia sprawy przysługuje skarga do wojewódzkiego sądu administracyjnego. Przy czym w tym przypadku, w myśl art. 52 § 3 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. — Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi²⁵, strona może wnieść skargę do wojewódzkiego sądu administracyjnego bez konieczności skorzystania z prawa do złożenia wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy.

4.2.1.2. Termin na wydanie decyzji administracyjnej

Zgodnie z treścią art. 54i ust. 1 u.f.i. Komisja Nadzoru Finansowego doręcza decyzję w przedmiocie sprzeciwu w terminie 60 dni roboczych od dnia otrzymania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wraz ze wszystkimi wymaganymi informacjami i dokumentami, nie później niż w terminie 2 dni roboczych od dnia jej wydania. W tym czasie organ nadzoru może alternatywnie wydać decyzję o stwierdzeniu braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu, jeżeli uzna, że nie zachodzą przesłanki do jego wydania. Możliwość wydania decyzji o stwierdzeniu braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu jako alternatywa w stosunku do milczącej zgody organu administracji publicznej ma na celu przyspieszyć postępowanie administracyjne i pozwolić stronie postępowania zrealizować zamiar objęty zawiadomieniem, o jakim mowa w art. 54 ust. 1 u.f.i., przed upływem terminu na złożenie sprzeciwu. Terminy przewidziane dla doręczenia decyzji kończącej postępowanie w przedmiocie zawiadomienia uważa się za zachowane, jeżeli przed ich upływem decyzja została nadana w placówce pocztowej operatora pocztowego wyznaczonego, o jakim mowa w ustawie z dnia 23 listopada 2012 r. — Prawo pocztowe²⁶, tj. operatora pocztowego obowiązany do świadczenia usług powszechnych.

²⁵ Dz.U. z 2002 r. Nr 153 poz. 1270 z późn. zm.

²⁶ Dz.U. z 2012 r. poz. 1529 z późn. zm.

Prawodawca postanowił rozwiązać dotychczasowe wątpliwości w zakresie ustalenia daty, jaką należy przyjąć za datę wniesienia sprzeciwu, i wprost w art. 122b k.p.a. wskazał, że dniem wniesienia sprzeciwu jest: dzień nadania sprzeciwu za pokwitowaniem przez operatora pocztowego (gdy organ doręcza decyzję lub postanowienie za pośrednictwem poczty); dzień doręczenia za pokwitowaniem sprzeciwu przez swoich pracowników lub przez inne upoważnione osoby (w przypadku wyboru takiego sposobu doręczenia); dzień wprowadzenia sprzeciwu do systemu teleinformatycznego (w przypadku doręczenia drogą elektroniczną zgodnie z art. 391 k.p.a.²⁷).

Określony przez ustawę maksymalny okres, w jakim organ administracji może wydać decyzję w przedmiocie sprzeciwu, jako stanowiący instytucję prawa materialnego powoduje, że po jego upływie podstawa prawna do ukształtowania sytuacji prawnej podmiotu administrowanego wygasa²⁸, a organ nadzoru traci kompetencję do merytorycznego rozstrzygnięcia sprawy — rozstrzygnięcia jej co do istoty²⁹. Upływ terminu przewidzianego w art. 54i ust. 1 u.f.i. stanowi zatem trwałą i nieusuwalną przeszkodę co do dalszego prowadzenia postępowania w sprawie wszczętej na skutek zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych³⁰.

27 Gdzie w myśl art. 391 § 1 k.p.a. doręczenie pism następuje za pomocą środków komunikacji elektronicznej w rozumieniu art. 2 pkt 5 ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (Dz.U. z 2002 r. Nr 144 poz. 1204), jeżeli strona lub inny uczestnik postępowania spełni jeden z następujących warunków: 1) złoży podanie w formie dokumentu elektronicznego przez elektroniczną skrzynkę podawczą organu administracji publicznej; 2) wystąpi do organu administracji publicznej o takie doręczenie i wskaże organowi administracji publicznej adres elektroniczny; 3) wyrazi zgodę na doręczanie pism w postępowaniu za pomocą tych środków i wskaże organowi administracji publicznej adres elektroniczny.

28 Zob. R. Stankiewicz, w: *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, A. Wiktorowska, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 292—294; M. Dyl, *Termin prawa materialnego a podstawa prawna wydania decyzji administracyjnej — glosa do wyroku Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 17 marca 2009 r. (VI SA/Wa 1716/08)*, „Glosa” 2011, nr 4, s. 41.

29 Por. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 21 lipca 2010 r., sygn. akt: II GSK 704/09, LEX nr 694421; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 grudnia 2010 r., sygn. akt: VI SA/Wa 2016/10, LEX nr 1277163.

30 Por. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 15 stycznia 1998 r., sygn. akt: II SA 1178/97, LEX nr 41410; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 23 kwietnia 2002 r., sygn. akt: I SA 2453/00, LEX nr 81713; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 28 kwietnia 2003 r., sygn. akt: II SA 3953/01, LEX nr 157739.

4.2.1.3. Ciężar dowodu w postępowaniu administracyjnym w sprawie zgłoszenia zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Doktryna prawa rynku kapitałowego w sposób niejednoznaczny wypowiada się na temat ciężaru dowodu w postępowaniu administracyjnym w sprawie zgłoszenia zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Na gruncie przepisów regulujących instytucję prawną zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych podmiot składający zawiadomienie obowiązany jest przedstawić organowi nadzoru szereg informacji pozwalających na ustalenie stanu faktycznego oraz prawnego dotyczącego zarówno planowanej transakcji, jak i samego podmiotu dokonującego zawiadomienia.

Uzyskanie przez Komisję Nadzoru Finansowego informacji, o jakich mowa w przepisach ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz w rozporządzeniu w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub o zamiarze stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych, powinno pozwolić organowi nadzoru na rzetelne dokonanie oceny ostrożnościowej możliwego wpływu podmiotu składającego zawiadomienie na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz oceny rękami prawidłowego działania towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

W zakresie ustalenia, na kim spoczywa ciężar dowodu, część przedstawicieli doktryny wskazuje, że to Komisja Nadzoru Finansowego zgodnie z art. 7 w związku z art. 77 k.p.a. ma obowiązek zebrania oraz rozpatrzenia całego zgromadzonego w sprawie materiału dowodowego w celu ustalenia prawdy obiektywnej w zakresie stanu faktycznego i prawnego, pozwalającego na zastosowanie właściwej normy prawa materialnego³¹. Prezentowane jest również odmienne stanowisko, które zakłada, że ciężar dowodu spoczywa na stronie postępowania administracyjnego, tj. na podmiocie składającym zawiadomienie, który będzie zobowiązany do wykazania, że nie będzie stanowił zagrożenia dla ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych³².

31 Zob. P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 1175; Z.R. Kmiecik, *Proceduralny stosunek administracyjnoprawny w ogólnym postępowaniu administracyjnym*, „*Studia Iuridica Lublinensia*” 2014, vol. 22, s. 456; M. Śliwa, P. Wajda, *Zasada prawdy obiektywnej (art. 7 k.p.a.) i ciężar dowodu w postępowaniach administracyjnych prowadzonych przez KNF*, „*Monitor Prawa Bankowego*” 2014, nr 5, s. 66.

32 Tak F. Elżanowski, w: *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, A. Wiktorowska..., s. 379—427.

Wydaje się, że podzielić należy pierwszy z przywołanych poglądów — wobec faktu, iż to Komisja Nadzoru Finansowego posiada kompetencje i uprawnienia do wydania decyzji administracyjnej w przedmiocie sprzeciwu wobec zgłoszonego zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli stwierdzi, że podmiot składający zawiadomienie nie spełnia przesłanek koniecznych dla zapewnienia ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Jeżeli zatem organowi nadzoru nie uda się wykazać spełnienia tych przesłanek, nie sposób oczekiwać od strony postępowania administracyjnego, że dostarczy ona dodatkowych dowodów na to, że istnieją podstawy do wyrażenia przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu³³. Rozwiązanie takie mogłoby prowadzić do naruszenia sfery praw i interesów strony postępowania administracyjnego, która o ile posiada inicjatywę dowodową, to w niektórych przypadkach ciężar dowodu rozkłada się pomiędzy stroną postępowania a organ administracji publicznej, gdyż obowiązek ustalenia prawdziwych okoliczności faktycznych zawsze spoczywa na organie administracji publicznej³⁴.

W przypadku zatem postępowania administracyjnego prowadzonego zgodnie z art. 54a w związku z art. 54h ust. 1 u.f.i. to Komisja Nadzoru Finansowego jest obowiązana wykazać, czy podmiot dokonujący zawiadomienia o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych będzie wywierał negatywny wpływ na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych czy też nie. Stanowi to bowiem podstawę dla wyrażenia przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu wobec zgłoszonego w trybie art. 54 ust. 1 u.f.i. zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

4.2.1.4. Milcząca zgoda organu administracji publicznej

W przypadku braku sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego w określonym w art. 54i ust. 1 u.f.i. terminie na załatwienie sprawy administracyjnej mamy do czynienia z milczeniem organu nadzoru, które zastępuje wydanie decyzji pozytywnej (tzw. milcząca zgoda organu administracji publicznej)³⁵. Brak wydania w określonym terminie sprzeciwu w formie decyzji administracyjnej stanowi

33 Por. M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 648—649.

34 Zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 13 września 2007 r., sygn. akt: IV SA/Wa 2413/06, LEX nr 401729; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 6 grudnia 2006 r., sygn. akt: III SA/Wa 2385/06, LEX nr 328511; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 stycznia 2006 r., sygn. akt: VII SA/Wa 1031/05, LEX nr 220797.

35 G. Łaszczycza, *Milczenie organu w świetle kodeksu postępowania administracyjnego*, „Państwo i Prawo” 1999, z. 1, s. 53—54.

jedną z form milczącego załatwienia sprawy (tj. tzw. aktywną formę, nazywaną milczącą zgodą, obok formy pasywnej, tj. milczącego zakończenia postępowania — instytucji wprowadzonej do ustawy Kodeks postępowania administracyjnego ustawą z dnia 7 kwietnia 2017 roku o zmianie ustawy — Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw³⁶).

Termin, po którym następuje milczące załatwienie sprawy, stanowi instytucję prawa materialnego³⁷, a po jego upływie powstanie domniemanie wydania decyzji pozytywnej³⁸. Niezłożenie sprzeciwu jest świadomym aktem woli organu administracji publicznej, co oznacza, że milcząca zgoda stanowi aprobatę organu dla załatwienia sprawy w sposób przedstawiony w złożonym zawiadomieniu. Sprzeciw natomiast jest możliwością, która może być wykorzystana, gdy istnieje ryzyko naruszenia prawa³⁹. Milczenie organu nadzoru nie może jednak powodować, że strona postępowania administracyjnego pozostaje w niepewności co do upływu terminu przewidzianego na wydanie decyzji administracyjnej co do istoty sprawy, co może mieć wpływ na naruszenie generalnej zasady pewności obrotu prawnego⁴⁰.

Po upływie terminu, w jakim Komisja Nadzoru Finansowego mogła wydać decyzję w przedmiocie sprzeciwu, organ nadzoru traci kompetencję do rozstrzygnięcia sprawy administracyjnej co do jej istoty. W takiej sytuacji za uzasadnione trzeba uznać wydanie na podstawie art. 105 § 1 k.p.a. decyzji o umorzeniu postępowania wobec faktu, że stało się ono bezprzedmiotowe⁴¹.

36 Dz.U. z 2017 r. poz. 935, dalej jako: nowelizacja k.p.a. z 2017 r.

37 Por. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 11 lipca 2014 r., sygn. akt: II OSK 299/13, *Legalis* nr 1043411; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 20 października 2015 r., sygn. akt: II OSK 957/15, *Legalis* nr 1362894; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Olsztynie z dnia 1 marca 2016 r., sygn. akt: II SA/Ol 1408/15, *Legalis* nr 1434878; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Krakowie z dnia 26 stycznia 2016 r., sygn. akt: II SA/Kr 997/15, *Legalis* nr 1433718; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Krakowie z dnia 30 stycznia 2015 r., sygn. akt: II SA/Kr 1626/14, *Legalis* nr 1197659.

38 Por. J. Piecha, w: *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, red. R. Hauser, M. Wierzbowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020, s. 117.

39 Zob. Uzasadnienie ustawy z dnia 7 kwietnia 2017 r. o zmianie ustawy — Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 935), s. 47, <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=1183> (dostęp: 5.10.2020).

40 Zob. szerzej: H. Nowak, *Ramy prawne zaufania do organów administracji publicznej w gospodarce przestrzennej*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2017, nr 5, s. 49—58; M. Chlipała, *Zaufanie do administracji publicznej a normatywizacja przyrzeczenia administracyjnego*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2017, nr 12, s. 42—52; J. Chmielewski, *Jawność postępowania administracyjnego a zasada zaufania do władz publicznych — kontekst społeczny i normatywny*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2019, nr 7—8, s. 44—57.

41 Por. P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 984 i n.

Milcząca zgoda stanowi jedną z form instytucji milczącego załatwienia sprawy przewidzianą w ustawie Kodeks postępowania administracyjnego. Instytucja ta ma charakter ramowy, a podstawę prawną do zastosowania jej do konkretnych spraw stanowi przepis prawa materialnego. Milczące załatwienie sprawy polega na wprowadzeniu rodzaju fikcji pozytywnego załatwienia sprawy przez organ administracji publicznej, gdzie przez milczenie organu w wyniku upływu ustawowego terminu na załatwienie sprawy uznaje się jej załatwienie w sposób uwzględniający w całości żądanie strony⁴².

Zgodnie z art. 54j u.f.i. podmiot składający zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych może zrealizować zamiar objęty zawiadomieniem, jeżeli Komisja Nadzoru Finansowego nie doręczy decyzji w przedmiocie sprzeciwu w terminie 60 dni roboczych od dnia otrzymania zawiadomienia i wszystkich wymaganych informacji i dokumentów albo jeżeli przed upływem tego terminu organ nadzoru wyda decyzję o stwierdzeniu braku podstaw do złożenia sprzeciwu. W przypadku braku po stronie organu administracji publicznej możliwości lub chęci wydania takiej decyzji zasadne jest pytanie, czy podmiot składający zawiadomienie może uzyskać informację o braku wydania decyzji o charakterze negatywnym. Rozwiązania powyższego problemu doktryna prawa administracyjnego poszukiwała w instytucji zaświadczenia wydawanego na podstawie art. 217 § 2 k.p.a. w związku z art. 218 § 1 k.p.a., pozwalającego uzyskać potwierdzenie zaistnienia określonych skutków prawnych wynikających z upływu terminu do złożenia sprzeciwu, w przypadku gdy organ nie skorzystał z możliwości wydania decyzji negatywnej lub pozytywnej⁴³.

Postulaty doktryny w zakresie potwierdzenia przez organ milczącego załatwienia sprawy częściowo zostały przez ustawodawcę uwzględnione w nowelizacji ustawy Kodeks postępowania administracyjnego z 7 kwietnia 2017 r., w której prawodawca wprost w art. 122f § 1 k.p.a. wprowadził możliwość wydania aktu administracyjnego potwierdzającego milczące załatwienie sprawy. Do tego celu ustawodawca proponuje wykorzystanie formuły zaświadczenia, o którym mowa w Dziale VII k.p.a., wydanego w formie postanowienia, z jednoczesnym wprowadzeniem szczególnych uregulowań przewidzianych w art. 122f § 4 k.p.a. Akt administracyjny tego rodzaju ma charakter deklaratoryjny i jest wydawany wyłącznie na wniosek strony postępowania⁴⁴. W myśl art. 122c k.p.a. milczące

42 Zob. Uzasadnienie ustawy z dnia 7 kwietnia 2017 r. o zmianie ustawy — Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 935), s. 47, <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=1183> (dostęp: 5.10.2020).

43 M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 250.

44 Zob. Uzasadnienie projektu z dnia 28 grudnia 2016 r. ustawy o zmianie ustawy — Kodeks postępowania administracyjnego, Druk nr 1183, <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=1183> (dostęp: 5.10.2020).

załatwienie sprawy nastąpi w dniu kolejnym po tym, w którym upływa termin przewidziany na złożenie sprzeciwu, chyba że przed upływem tego terminu organ zawiadomi stronę o braku sprzeciwu — wówczas milczące załatwienie sprawy nastąpi w dniu doręczenia takiego zawiadomienia.

4.2.1.5. Przesłanki pozytywne zgłoszenia sprzeciwu

Katalog przesłanek przemawiających za wniesieniem przez organ nadzoru sprzeciwu co do zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych reguluje art. 54h ust. 1 u.f.i. Zgodnie z tym przepisem Komisja Nadzoru Finansowego zgłasza, w drodze decyzji, sprzeciw co do nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli:

- 1) podmiot składający zawiadomienie nie uzupełnił w wyznaczonym terminie braków w zawiadomieniu lub załączanych do zawiadomienia dokumentach i informacjach;
- 2) podmiot składający zawiadomienie nie przekazał w terminie dodatkowych informacji lub dokumentów żądanych przez Komisję Nadzoru Finansowego;
- 3) uzasadnione jest to potrzebą ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych — z uwagi na możliwy wpływ podmiotu składającego zawiadomienie na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub z uwagi na ocenę sytuacji finansowej podmiotu składającego zawiadomienie.

Z treści przywołanej normy prawnej wynika, że ustawodawca możliwość złożenia przez organ nadzoru sprzeciwu dopuszcza zarówno w przypadku wystąpienia przyczyn formalnych, jak i materialnych. Do przesłanek formalnych prawodawca zalicza sytuację, w której zawiadamiający nie uzupełnił w wyznaczonym terminie braków w złożonym zawiadomieniu lub w załączanych do zawiadomienia dokumentach i przekazanych informacjach albo gdy nie przekazał w terminie dodatkowych informacji lub dokumentów żądanych przez Komisję Nadzoru Finansowego na podstawie art. 54g ust. 5 u.f.i. Natomiast do przesłanek materialnych zalicza się potrzebę ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, zważywszy na potencjalny wpływ podmiotu składającego zawiadomienie na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub z uwagi na ocenę sytuacji finansowej podmiotu zawiadamiającego.

Przesłanki te są od siebie niezależne i rozłączne, co oznacza, że do złożenia przez organ nadzoru sprzeciwu wystarczające jest wystąpienie co najmniej jednej z nich. Ponadto wydaje się, że przypadek łącznego zaistnienia więcej niż jednej z wymienionych przesłanek może się nie zdarzyć, gdyż ich wystąpienie

skorelowane zostało z chronologią postępowania administracyjnego prowadzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Okoliczność wskazana w pkt 2 nie zaistnieje, jeżeli wcześniej zawiadamiający nie uzupełnił braków złożonego zawiadomienia wskazanych w pkt 1, natomiast do sytuacji, o jakiej mowa w pkt 3, tj. merytoryczna ocena wpływu podmiotu składającego zawiadomienie, może dojść dopiero po uzupełnieniu braków w zawiadomieniu lub dostarczeniu dodatkowych informacji bądź dokumentów żądanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, o jakich mowa w pkt 1 i 2. Dopiero zatem po przekazaniu kompletnej treści zawiadomienia i ewentualnym uzupełnieniu danych i informacji organ nadzoru podejmuje się merytorycznej oceny zawiadomienia poprzez analizę przesłanki ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, biorąc pod uwagę możliwy wpływ podmiotu składającego zawiadomienie na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub z uwagi na ocenę jego sytuacji finansowej.

Regulacja art. 54h ust. 1 u.f.i. co do zasady nie pozostawia organowi nadzoru swobody w zakresie rozstrzygnięcia postępowania zainicjowanego złożeniem zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, na co wskazuje użyte przez ustawodawcę określenie, że Komisja Nadzoru Finansowego „zgłasza sprzeciw”. Wynika z tego, że w zakresie możliwości negatywnego rozpatrzenia przez organ nadzoru zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych prawodawca konstruuje normę prawną w sposób dalece ograniczający uznanie administracyjne organu nadzoru. Sformułowanie, że Komisja Nadzoru Finansowego „zgłasza sprzeciw”, powoduje, że tzw. luz decyzyjny podlega znacznemu ograniczeniu, co jest szczególnie dostrzegalne w przypadku wystąpienia przesłanek formalnych, o jakich mowa w pkt 1 i 2 powyżej. W odniesieniu do przesłanki materialnej, o jakiej mowa w pkt 3 (dotyczącej ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych), prawodawca kwalifikuje ją jako podstawę do złożenia sprzeciwu przez organ nadzoru, jednak sam charakter wpływu podmiotu składającego zawiadomienie na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych czy sytuacja finansowa takiego podmiotu poddane zostały ocenie Komisji Nadzoru Finansowego.

W doktrynie prawa rynku kapitałowego wskazuje się, że przez ostrożne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych należy rozumieć taki sposób prowadzenia jego spraw, który pozwoli unikać nieuzasadnionego ryzyka dla uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych czy klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które zarządza portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych lub klientów, dla których towarzystwo świadczy

usługę doradztwa inwestycyjnego. Z kolei przez stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych rozumie się takie prowadzenie spraw towarzystwa, aby prawidłowo wypełniało ono swoje funkcje związane z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi oraz prawidłowo świadczyło inne usługi, w szczególności zaś zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, czy świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego⁴⁵.

Ustawodawca w art. 54h ust. 3 u.f.i. wskazuje na kryteria, jakie organ nadzoru bierze pod uwagę w ramach oceny merytorycznej istnienia przesłanki materialnej, dotyczącej ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z tym przepisem Komisja Nadzoru Finansowego bada, czy podmiot składający zawiadomienie wykazał, że:

- 1) daje rękojmię wykonywania swoich praw i obowiązków w sposób należycie zabezpieczający interesy uczestników funduszy inwestycyjnych, zbiorczego portfela papierów wartościowych lub klientów, dla których towarzystwo funduszy inwestycyjnych wykonuje usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych;
- 2) osoby, które będą kierować działalnością funduszy inwestycyjnych, dają rękojmię prowadzenia spraw towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób należycie zabezpieczający interesy uczestników funduszy inwestycyjnych, zbiorczego portfela papierów wartościowych lub klientów, dla których towarzystwo funduszy inwestycyjnych wykonuje usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz posiadają odpowiednie doświadczenie zawodowe;
- 3) jest w dobrej kondycji finansowej, w szczególności w odniesieniu do aktualnego zakresu prowadzonej działalności, jak również wpływu realizacji planów inwestycyjnych na przyszłą sytuację finansową podmiotu składającego zawiadomienie i przyszłą sytuację finansową towarzystwa funduszy inwestycyjnych;
- 4) zapewni przestrzeganie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych wymogów ostrożnościowych wynikających z przepisów prawa, w tym wymogów kapitałowych, kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, a w szczególności, że struktura grupy, której towarzystwo funduszy inwestycyjnych stanie się częścią, umożliwiać będzie sprawowanie efektyw-

45 Tak R. Mroczkowski, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, red. R. Mroczkowski, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 286.

- nego nadzoru oraz skuteczną wymianę informacji pomiędzy właściwymi organami nadzorczymi i ustalenie zakresów właściwości tych organów⁴⁶;
- 5) środki finansowe związane z nabyciem akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie pochodzą z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł oraz nie mają związku z finansowaniem terroryzmu ani w związku z zamierzonym nabyciem akcji nie zachodzi zwiększone ryzyko popełnienia przestępstwa, a także wystąpienia innych działań, związanych z wprowadzaniem do obrotu środków finansowych pochodzących z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł lub finansowaniem terroryzmu.

Dokonując oceny wskazanych elementów, Komisja Nadzoru Finansowego uwzględni w szczególności, złożone w związku z prowadzonym postępowaniem administracyjnym, zobowiązania podmiotu składającego zawiadomienie dotyczące towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz ostrożnego i stabilnego zarządzania nim.

Ocena zaistnienia przesłanek merytorycznych mających wpływ na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych lub związanych z sytuacją finansową podmiotu składającego zawiadomienie należy do Komisji Nadzoru Finansowego, która w tym zakresie działa w ramach uznania administracyjnego. Ocena ta następuje w oparciu o dokumenty i informacje — o jakich mowa w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień — złożone wraz z zawiadomieniem. Ich zakres przedmiotowy i wątpliwości z nimi związane zostały szczegółowo omówione w rozdziale 2 niniejszej monografii. Ocena Komisji Nadzoru Finansowego powinna być odpowiednia do danego przypadku. Jak wskazują przedstawiciele doktryny, w sytuacji, w której podmiot składający zawiadomienie zamierza nabyć jedynie mniejszościowy pakiet akcji w spółce kontrolowanej przez inne osoby, nie będzie powszechna odmowa organu nadzoru z uwagi na przesłankę braku rękojmi należytego prowadzenia spraw towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁴⁷. Ocena w tym zakresie ma na celu ustalenie, czy podmiot składający zawiadomienie przez realizację swojego zamiaru co do nabycia akcji nie wywrze negatywnego wpływu na zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Wydaje się, że wskazówki interpretacyjne określone w art. 54h ust. 2 u.f.i.

46 Na temat trudności dowodowych w wykazaniu okoliczności (w kontekście przygotowania i przedstawienia dokumentacji dołączonej do zawiadomienia) związanej z systemem kontroli wewnętrznej funkcjonującym w towarzystwie funduszy inwestycyjnych w rozumieniu przepisów rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zob. szerzej uwagi w rozdziale 2.3.2 niniejszej pracy.

47 Tak M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 696.

sformułowane zostały w sposób na tyle ogólny i szeroki, że organ nadzoru ma dość duży zakres luzu decyzyjnego, a w konsekwencji jego decyzja oparta będzie na uznaniu administracyjnym⁴⁸. W doktrynie wskazuje się również, że przesłanka ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych ma charakter subiektywny i z tego względu ustawodawca precyzyjnie określa kryteria, jakimi organ nadzoru powinien się kierować przy dokonywaniu oceny⁴⁹. Uprawnienie organu nadzoru do badania treści zawiadomienia nie powinno być ograniczane jedynie do elementów wskazanych w art. 54h ust. 2 u.f.i. Judykatura wskazuje bowiem, że Komisja Nadzoru Finansowego przy podejmowaniu wszelkich działań o charakterze nadzorczym powinna brać pod uwagę cele nadzorcze określone w art. 4 u.n.r.k. i art. 2 u.n.r.f.⁵⁰

Oceniając istnienie przesłanki ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, Komisja Nadzoru Finansowego bada obszary o kluczowym znaczeniu dla funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych, tj. obszar personalny, finansowy, operacyjny i strategiczny. Przedstawienie okoliczności, o jakich mowa w art. 54h ust. 2 u.f.i., spoczywa na podmiocie składającym zawiadomienie. Ustalenia organu nadzoru w tym zakresie mają na celu dokonanie oceny, czy osoby, które będą kierować towarzystwem funduszy inwestycyjnych, dają rękojmię prowadzenia spraw towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób należycie zabezpieczający interesy jego interesariuszy.

W ramach oceny przesłanki materialnej do zgłoszenia sprzeciwu organ nadzoru analizuje również sytuację finansową podmiotu składającego zawiadomienie. Weryfikacja ta opiera się na sprawdzeniu legalności źródeł pochodzenia środków przeznaczonych na realizację zamiaru objętego zawiadomieniem. Judykatura wskazuje ponadto, że postępowanie administracyjne nie powinno ograniczać się wyłącznie do kryterium wyników finansowych podmiotów, w których podmiot składający zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, był zaangażowany kapitałowo lub personalnie. Dla spełnienia przez organ obowiązków wynikających z art. 7 k.p.a. i art. 77 § 1 k.p.a. przeprowadzić należy szczegółową analizę wyników finansowych poszczególnych spółek, aby móc stwierdzić, czy ujemny wynik finansowy takiej spółki

48 Tak P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 984 i n.

49 Por. J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, LexisNexis 2013, kom. do art. 54h.

50 Zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 14 kwietnia 2008 r., sygn. akt: VI SA/Wa 92/08, LEX nr 513885. Na temat celów nadzoru w kontekście aksjologicznego uzasadnienia norm prawnej regulacji rynku kapitałowego zob. szerzej: A. Lichosik, *Aksjologia stosowania prawa rynku kapitałowego*, w: *Aksjologia prawa administracyjnego*, t. 1, red. J. Zimmermann, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 913—924.

stanowi efekt złego zarządzania spółką. Należy także ustalić okoliczności, które wykażą związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy działaniami organów spółki a jej wynikiem finansowym. Ocena organu nadzoru powinna przy tym uwzględniać stan wiedzy posiadanej przez podmiot składający zawiadomienie o zamiarze nabycia akcji⁵¹.

4.2.2. Środki nadzoru administracyjnoprawnego o charakterze następczym

4.2.2.1. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych

Przepis art. 54l ust. 5 u.f.i. przewiduje administracyjnoprawny środek nadzoru represyjnego o charakterze restytucyjnym w postaci decyzji nakazującej zbycie w wyznaczonym terminie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁵². Możliwy jest on do zastosowania w przypadku nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych:

- 1) z naruszeniem przepisu art. 54 ust. 1 u.f.i.; albo
- 2) pomimo zgłoszenia przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu, o którym mowa w art. 54h ust. 1 u.f.i.; albo
- 3) przed upływem terminu uprawniającego Komisję Nadzoru Finansowego do zgłoszenia sprzeciwu, o którym mowa w art. 54h ust. 1 u.f.i.; albo
- 4) po wyznaczonym przez Komisję Nadzoru Finansowego terminie na nabycie akcji, o którym mowa w art. 54h ust. 5 u.f.i.

Zgodnie z art. 54l ust. 6 u.f.i. jeżeli akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie zostaną zbyte w wyznaczonym przez organ nadzoru terminie, Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć na takiego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych karę pieniężną do wysokości 1 000 000 zł lub cofnąć zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Jak wskazywał projektodawca w uzasadnieniu projektu ustawy wprowadzającej tę regulację, „maksymalne zagrożenie karą musi dawać możliwość

51 Tak o obowiązkach organu administracji w analogicznym do wszczętego na podstawie art. 54 u.f.i. postępowaniu w przedmiocie sprzeciwu wobec planowanego nabycia lub objęcia akcji domu maklerskiego, zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 11 lutego 2009 r., sygn. akt: II GSK 763/08, *Legalis* nr 181443.

52 Tak na gruncie analogicznej regulacji wobec nabywcy akcji domu maklerskiego zob. P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 1191.

pełnienia przez karę funkcji prewencyjnej i to zarówno w zakresie prewencji indywidualnej, jak i ogólnej, a interes ekonomiczny posiadacza akcji nie może przeważać nad wysokością straty z tytułu nałożonej sankcji”⁵³.

Możliwość zastosowania sankcji w postaci cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych należy rozpatrywać jako środek nadzoru o charakterze ostatecznym. W takim przypadku konsekwencje działań akcjonariusza spółki kapitałowej o szczególnym charakterze (towarzystwa funduszy inwestycyjnych) poniesie również sama spółka (towarzystwo funduszy inwestycyjnych), która pozbawiona zostanie możliwości wykonywania swojej podstawowej działalności, oraz inni akcjonariusze i — przede wszystkim — klienci towarzystwa funduszy inwestycyjnych (w tym uczestnicy funduszy inwestycyjnych).

W myśl art. 540 u.f.i. w przypadku nałożenia kary pieniężnej na akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, który nie dokonuje zbycia akcji wbrew nakazowi organu nadzoru, o jakim mowa w art. 54l ust. 6 u.f.i., jeśli w wyniku pasywności tego akcjonariusza powstanie zaległość kary pieniężnej, wówczas Komisja Nadzoru Finansowego może nakazać towarzystwu funduszy inwestycyjnych, którego akcjonariuszem jest podmiot, na który została nałożona kara, przekazanie na poczet zaległej kary pieniężnej wraz z odsetkami wszelkich płatności dokonywanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych na rzecz tego akcjonariusza, w kwocie odpowiadającej tej karze wraz z odsetkami. Zobowiązanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych w powyższym zakresie nie stanowi części decyzji administracyjnej o nałożeniu kary pieniężnej na akcjonariusza, a powinno być przedmiotem odrębnego postępowania administracyjnego, możliwego do zainicjowania wyłącznie w przypadku powstania po stronie akcjonariusza zaległości co najmniej części należności głównej kary lub odsetek, tzn. braku zapłaty kary w terminie.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych zobowiązane będzie wówczas do przekazywania wszelkich płatności dokonywanych na rzecz akcjonariusza. Mowa tu przede wszystkim o świadczeniach pieniężnych, które przysługują akcjonariuszowi w związku z jego uprawnieniami majątkowymi z akcji (prawo do dywidendy, udziału w masie likwidacyjnej spółki). Jednak wobec faktu, że ustawodawca nie ogranicza zakresu świadczeń wyłącznie do tych wynikających z akcji, wydaje się, że przekazaniu — aż do chwili ustania zaległości w karze

53 Zob. Uzasadnienie projektu ustawy z dnia 25 czerwca 2010 r. o zmianie ustawy — Prawo bankowe, ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Druk nr 2875, [http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/o/7Co8F84Ao636B741C12576E9003CA98E/\\$file/2875.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/o/7Co8F84Ao636B741C12576E9003CA98E/$file/2875.pdf), s. 39 (dostęp: 20.11.2020).

pieniężnej — będą podlegały również inne świadczenia otrzymywane przez akcjonariusza od towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Do płatności innych niż te wynikające z akcji można zaliczyć wszelkie świadczenia z tytułu stosunków prawnych łączących akcjonariusza ze spółką (towarzystwem funduszy inwestycyjnych). Jako przykład można wskazać sytuację, w której akcjonariusz pełni również określone funkcje w strukturze towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w tym może wchodzić w skład organów spółki lub wykonywać na jej rzecz usługi na podstawie umowy o pracę, umowy zlecenia lub stosunku prawnego o podobnym charakterze. Pamiętać jednak należy, że objęcie obowiązkiem przekazywania określonych płatności na rzecz organu nadzoru również innych świadczeń poza wynikającymi z akcji może prowadzić do obejścia przepisów ustawy z dnia 17 czerwca 1966 r. o postępowaniu egzekucyjnym w administracji⁵⁴ w zakresie zwolnienia części pewnych świadczeń spod egzekucji⁵⁵.

Poza opisanymi już sankcjami ustawodawca przewiduje dodatkowo możliwość nałożenia przez Komisję Nadzoru Finansowego kary pieniężnej do wysokości 500 000 zł na mocy treści normy prawnej zawartej w art. 234a ust. 1—2a u.f.i.:

- 1) w przypadku gdy podmiot obowiązany do złożenia zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, o jakim mowa w art. 54 ust. 1 u.f.i., nie dokonuje tego zawiadomienia; lub
- 2) w przypadku gdy dany podmiot nabywa akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych pomimo zgłoszenia sprzeciwu przez Komisję Nadzoru Finansowego w trybie art. 54h ust. 1 u.f.i.; lub
- 3) w przypadku gdy dany podmiot nabywa akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych przed upływem terminu do zgłoszenia przez organ nadzoru sprzeciwu lub przed wydaniem decyzji organu nadzoru o stwierdzeniu braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu, o którym mowa w art. 54h ust. 1 u.f.i.; lub
- 4) w przypadku gdy dany podmiot nabywa akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych po wyznaczonym przez Komisję Nadzoru Finansowego terminie na dokonanie nabycia akcji, o jakim mowa w art. 54h ust. 5 u.f.i.

Przepis ten stanowi podstawę prawną do nałożenia przez Komisję Nadzoru Finansowego kary pieniężnej na podmiot, który nabywa znaczny pakiet akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wbrew regulacjom normującym instytucję prawną zawiadomienia o zamiarze nabycia takich akcji. Kara pieniężna, o jakiej mowa w art. 234a u.f.i., może być zastosowana, w przypadku gdy organ nadzoru

54 Dz.U. z 1966 r. Nr 24 poz. 151 z późn. zm.

55 Zob. W. Trybka, *Zwolnienie z egzekucji określonych składników majątkowych w administracyjnym postępowaniu egzekucyjnym*, „Państwo i Prawo” 2015, z. 10, s. 79—91. Por. M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 735.

w ramach postępowania administracyjnego stwierdzi, że podmiot zobowiązany do zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zawiadomienia takiego nie dokonał lub nabył akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych pomimo zgłoszenia sprzeciwu bądź też nabył je przed upływem terminu do zgłoszenia sprzeciwu (lub przed wydaniem decyzji organu nadzoru o stwierdzeniu braku podstaw do zgłoszenia sprzeciwu) albo nabył akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych po wyznaczonym przez organ nadzoru terminie⁵⁶.

Jak wskazuje Naczelny Sąd Administracyjny, ponieważ obowiązek zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych powstaje jeszcze w momencie planowania transakcji, bez znaczenia pozostaje fakt, czy ostatecznie dojdzie do realizacji tego zamiaru. „Naruszeniem wspomnianego obowiązku jest samo niezawiadomienie Komisji Nadzoru Finansowego o powziętym zamiarze, a nie dopiero uzyskanie tytułu własności do akcji bez wcześniejszej notyfikacji”⁵⁷.

Komisja Nadzoru Finansowego w obliczu stwierdzenia wystąpienia deliktu administracyjnego, o którym mowa w art. 234a ust. 1—2a u.f.i., jest uprawniona w drodze decyzji administracyjnej nałożyć karę pieniężną do 500 000 zł, do której bezpośrednio zastosowanie znajdują przepisy z art. 189a i n. k.p.a., w tym w szczególności przepis z art. 189d k.p.a. Zgodnie z nim organ administracji publicznej wymierzając karę pieniężną, bierze pod uwagę m.in.: wagę naruszenia oraz czas jego trwania, przyczyny naruszenia czy gotowość podmiotu dopuszczającego się naruszenia do współpracy z Komisją Nadzoru Finansowego podczas wyjaśniania okoliczności naruszenia⁵⁸.

56 Na podstawie analogicznej regulacji zawartej w art. 106 u.o.i.f. dotyczącej zgłoszenia zamiaru pośredniego nabycia akcji albo objęcia akcji lub praw z akcji domu maklerskiego lub pośredniego stania się podmiotem dominującym domu maklerskiego w sposób inny niż przez nabycie albo objęcie akcji lub praw z akcji zob. Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 marca 2019 r. nakładająca karę pieniężną w wysokości 70 000 zł na Baring Private Equity Asia GP VI Limited z siedzibą na Kajmanach, w związku z naruszeniem art. 106 ust. 1 u.o.i.f., wobec niezawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze pośredniego stania się podmiotem dominującym domu maklerskiego Q Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, w sposób inny niż przez nabycie albo objęcie akcji lub praw z akcji domu maklerskiego, w liczbie zapewniającej większość ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 8, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_14_09_2021.pdf (dostęp: 4.05.2021).

57 Zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 15 kwietnia 2015, sygn. akt: II GSK 450/14, Legalis nr 1311048.

58 Por. R. Stankiewicz, w: *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, red. R. Hauser, M. Wierzbowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020, s. 1376—1378.

4.2.2.2. Wpływ akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Środki nadzoru, w jakie została wyposażona Komisja Nadzoru Finansowego, swym zasięgiem nie obejmują możliwości oddziaływania wyłącznie na potencjalnego przyszłego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, lecz także na podmiot, który takim akcjonariuszem już się stał w wyniku realizacji transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, co do której składał uprzednio zawiadomienie o zamiarze jej dokonania.

Materiał dowodowy zgromadzony w postępowaniu administracyjnym wszczętym na skutek zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych pomimo braku sprzeciwu organu nadzoru co do nabycia akcji może pozwolić na identyfikację potencjalnego ryzyka związanego ze wstąpieniem nowego podmiotu do struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z treścią art. 56 ust. 1 u.f.i. jeżeli uzasadnione jest to potrzebą ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, z uwagi na ocenę sytuacji finansowej podmiotu, który uzyskał bezpośrednio lub pośrednio prawo wykonywania głosu na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy inwestycyjnych na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i., lub z uwagi na możliwy wpływ tego podmiotu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, a w szczególności w przypadku stwierdzenia, że podmiot ten nie dochowuje zobowiązań, o których mowa w art. 54h ust. 3 u.f.i., Komisja Nadzoru Finansowego może w drodze decyzji:

- 1) nakazać zaprzestanie wywierania takiego wpływu, wskazując termin oraz warunki i zakres podjęcia stosownych czynności; lub
- 2) zakazać wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadanych przez ten podmiot.

Przy dokonaniu oceny, czy zachodzi przesłanka do wydania zakazu wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, organ nadzoru odpowiednio stosuje przepisy art. 54h ust. 2 i 3 u.f.i., które zawierają wskazówki interpretacyjne oceny istnienia przesłanki ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Decyzje administracyjne Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące nakazu zaprzestania wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub zakazu wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i jako ograniczające konstytucyjną zasadę wolności działalności gospodarczej powinny zawierać szczegółowe uzasadnienie⁵⁹.

⁵⁹ Tak na gruncie analogicznej regulacji A. Michór, *Komentarz do niektórych przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, LEX/el.2010, komentarz do art. 108, nb. 2.

Decyzje te są natychmiast wykonalne, co oznacza, że po doręczeniu lub ogłoszeniu treści decyzji strona postępowania jest zobowiązana przystąpić do jej wykonania, gdyż w przypadku wydania nieostatecznej decyzji w przedmiocie nałożenia obowiązku na stronę postępowania jego natychmiastowe wypełnienie może leżeć w interesie publicznym⁶⁰. Złożenie od takiej decyzji środka ochrony prawnej co do zasady nie wstrzymuje jej wykonalności. Przy czym organ odwoławczy w uzasadnionych przypadkach może orzec o wstrzymaniu natychmiastowej wykonalności decyzji⁶¹.

Organ nadzoru, rozważając nałożenie powyższych nakazów lub zakazów, bierze pod uwagę potrzebę ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, ocenę sytuacji finansowej nowego akcjonariusza czy jego wpływ na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, a w szczególności fakt, że podmiot ten nie dochowuje zobowiązań dotyczących towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub ostrożnego i stabilnego zarządzania nim.

Przesłankę braku zapewnienia ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, jak wskazuje Rafał Wojciechowski, „należy interpretować przez pryzmat znaczenia językowego i określać jako brak rozważnego, niepowodującego zbytniego ryzyka, wykonywania czynności oraz brak przewidywalności lub trwałości”. Autor ten dalej zauważa, że istotą działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest „stabilizacja i organiczny rozwój, który nie naraża interesów uczestników funduszy przez nieprzemyślane, ryzykowne decyzje biznesowe”⁶².

W przypadku oceny sytuacji finansowej nowego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych w doktrynie pojawiają się poglądy, że brak pozytywnej oceny sytuacji finansowej może wystąpić również wtedy, gdy sama sytuacja finansowa akcjonariusza jest dobra, jednak dla organu nadzoru nie jest wystarczająca. Wówczas Komisja Nadzoru Finansowego może wymagać, aby taki akcjonariusz posiadał środki finansowe lub inne aktywa płynne, które w przypadku zaistnienia konieczności dokapitalizowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych będą wystarczające do zapewnienia jego stabilnego działania⁶³.

60 Por. R. Kędziora, *Natychmiastowa wykonalność nieostatecznej decyzji administracyjnej*, „Metryka” 2016, nr 1, s. 173—188; B. Augustyńska, *Kilka uwag o rygorze natychmiastowej wykonalności decyzji (na przykładzie Kodeksu postępowania administracyjnego i Ordynacji podatkowej)*, „Administracja: teoria, dydaktyka, praktyka” 2014, nr 4, s. 148—184.

61 Zob. G. Łaszczycza, *Postanowienie administracyjne w ogólnym postępowaniu administracyjnym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 253—255.

62 Zob. R. Wojciechowski, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 738.

63 Ibidem, s. 740.

Wystąpienie przesłanek świadczących o zagrożeniu dla ostrożnego i stabilnego działania towarzystwa funduszy inwestycyjnych można identyfikować z sytuacją, w której akcjonariusz samodzielnie będzie dopuszczał się naruszenia przepisów prawa lub będzie sprawiał, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych będzie naruszało przepisy prawa normujące funkcjonowanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych⁶⁴.

Ostatnią przesłanką, której wystąpienie może spowodować nałożenie przez organ nadzoru nakazów lub zakazów na podmiot, który stał się akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jest wywieranie wpływu przez ten podmiot na towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Ustawodawca nie precyzuje wprost, o jaki charakter wpływu chodzi, ograniczając się do ogólnego określenia: „wpływ [...] na towarzystwo funduszy inwestycyjnych”. Zasadne wdaje się jednak przyjęcie, że interwencja ze strony organu nadzoru będzie konieczna, w przypadku gdy ten wpływ będzie miał charakter negatywny.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że przesłanka w postaci wpływu akcjonariusza na towarzystwo funduszy inwestycyjnych może obejmować swym zakresem takie okoliczności, jak np.: powstanie (istnienie) konfliktu z pozostałymi akcjonariuszami, postępowanie wbrew zaleceniom Komisji Nadzoru Finansowego, spadek wartości kapitałów własnych towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁶⁵, zwiększenie liczby reklamacji klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy zidentyfikowane w trakcie bieżącego nadzoru istotne błędy w zarządzaniu funduszami inwestycyjnymi. W szczególności ustawodawca zwraca uwagę na brak dotrzymania zobowiązań dotyczących towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub ostrożnego i stabilnego zarządzania nim, jakie akcjonariusz składał jeszcze w trakcie postępowania administracyjnego w sprawie złożonego zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁶⁶. Podobnie jak w przypadku oceny dokonywanej w postępowaniu zainicjowanym przez złożenie zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji

64 B. Kozłowska-Chyła, P. Wajda, *Prawne mechanizmy zabezpieczające prawidłowe wykonywanie prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub uprawnień podmiotu dominującego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (cz. 2)*, „Przeгляд Ustawodawstwa Gospodarczego” 2021, nr 5, s. 127.

65 Dla porządku warto przypomnieć, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych ma obowiązek utrzymywania kapitału własnego na określonym ustawowo poziomie, co do zasady nie niższym niż 25% różnicy pomiędzy wartością kosztów ogółem a wartością zmiennych kosztów dystrybucji, przy czym na poziomie nie niższym niż wyrażoną w złotych równowartość 125 000 euro, z zastrzeżeniem obowiązków zwiększania poziomu kapitału własnego, np. w przypadku prowadzenia działalności w zakresie zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi czy funduszami zdefiniowanej daty tworzonych w ramach pracowniczych planów kapitałowych.

66 Tak R. Wojciechowski, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 741.

towarzystwa funduszy inwestycyjnych, organ nadzoru powinien dokonywać oceny również z punktu widzenia celów nadzorczych, na jakie zwraca uwagę ustawodawca w art. 4 u.n.r.k. i art. 2 u.n.r.f.⁶⁷

W przypadku spełnienia chociaż jednej z wymienionych przesłanek Komisja Nadzoru Finansowego może nakazać zaprzestanie wywierania wpływu przez akcjonariusza na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, wskazując termin oraz warunki i zakres podjęcia stosownych czynności, lub zakazać wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadanych przez takiego akcjonariusza. W literaturze wskazuje się na szeroki zakres uprawnień organu nadzoru w przypadku nakazu zaprzestania wywierania wpływu akcjonariusza na towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Nakaz ten może bowiem urzeczywistnić się w postaci wydania nakazu lub zakazu podejmowania określonych działań, w tym nakazu wykonania uprawnień o charakterze korporacyjnym lub majątkowym⁶⁸. Komisja Nadzoru Finansowego w takim przypadku określa termin oraz warunki i zakres podjęcia stosownych czynności.

W myśl art. 56 ust. 8 u.f.i. akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych może wystąpić do Komisji Nadzoru Finansowego z wnioskiem o uchylenie decyzji w przedmiocie zakazu wykonywania przez niego prawa głosu z posiadanych akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jeżeli w jego ocenie ustały okoliczności uzasadniające wydanie takiej decyzji. Organ nadzoru dokonuje oceny okoliczności stanowiących podstawę wydania przedmiotowej decyzji, rozstrzygając w przypadku ustania tych okoliczności o uchyleniu uprzednio wydanej decyzji, a w przypadku stwierdzenia braku ich ustania — o odmowie uchylenia decyzji w sprawie zakazu wykonywania przez niego prawa głosu.

Poza możliwością orzeczenia zakazu wykonywania prawa głosu środkiem nadzoru kształtującym, w jaki wyposażona została Komisja Nadzoru Finansowego, ograniczającym jednocześnie kodeksową zasadę swobody umów⁶⁹, jest możliwość nakazania zbycia akcji przez akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Organ nadzoru w takim przypadku wskazuje termin, w jakim powinno nastąpić zbycie akcji. Jeżeli akcje nie zostaną zbyte w wyznaczonym

67 Por. P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 1179—1180; A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2014, s. 323. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 14 kwietnia 2008 r., sygn. akt: VI SA/Wa 92/08, LEX nr 513885.

68 Por. R. Wojciechowski, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 742.

69 Zob. A. Piotrowska, *Publicznoprawne ograniczenia umów o nabycie/zbycie akcji instytucji finansowych*, w: *Ustawowe ograniczenia swobody umów. Zagadnienia wybrane*, red. B. Gnela, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 125; M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 252.

czasie, Komisja Nadzoru Finansowego w drodze decyzji może nałożyć na takiego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych karę pieniężną w wysokości 1 000 000 zł lub cofnąć zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Przy czym możliwość zastosowania sankcji w postaci cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych należy rozpatrywać jako środek nadzoru o charakterze ostatecznym, gdyż w tym przypadku konsekwencje działań akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych poniosą także inni akcjonariusze, sama spółka (towarzystwo funduszy inwestycyjnych) i przede wszystkim klienci towarzystwa funduszy inwestycyjnych (w tym uczestnicy funduszy inwestycyjnych).

Regulacje w tym zakresie mają odpowiednie zastosowanie do podmiotów działających w porozumieniu, którego przedmiotem jest wykonywanie prawa głosu z akcji na poziomach 10%, 20%, 1/3 lub 50% ogólnej liczby głosów towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁷⁰.

Środek nadzoru, jaki przewiduje art. 56 ust. 1 u.f.i., znajduje zastosowanie w odniesieniu do podmiotów, które nabyły akcje, lub podmiotów dominujących towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które nabyły akcje lub stały się podmiotem dominującym w sposób legalny, tj. zgodny z odpowiednimi przepisami prawa w tym zakresie. Nie znajduje on natomiast zastosowania, w przypadku gdy akcjonariusz nabył akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych w sposób niezgodny z przepisami prawa — wówczas właściwy będzie środek nadzoru przewidziany w art. 54l u.f.i.⁷¹

4.2.2.3. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, posiadających status spółki publicznej, z naruszeniem przepisów ustawy o ofercie publicznej

Niezależnie od sankcji, jakie przewiduje ustawa o funduszach inwestycyjnych w kwestii nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w przypadku nabycia akcji akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadającego status spółki publicznej może również dojść do naruszenia przepisów ustawy o ofercie publicznej. Szczegółne obowiązki związane z nabywaniem znacznych

⁷⁰ Na temat istoty porozumienia oraz specyfiki działania w porozumieniu zob. szerszej uwagi w rozdziale 2.

⁷¹ Zob. B. Kozłowska-Chyła, P. Wajda, *Prawne mechanizmy zabezpieczające prawidłowe wykonywanie prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub uprawnień podmiotu dominującego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (cz. 1)*, „Przeгляд Prawa Gospodarczego” 2021, nr 4, s. 36.

pakietów akcji spółek publicznych w postaci obowiązków notyfikacyjnych dotyczących nabycia znacznych pakietów akcji spółki publicznej (art. 69—69b u.o.p.) oraz obowiązków wezwaniowych, tj. dotyczących ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej (art. 73—74 u.o.p.), zostały szerzej omówione w rozdziale 3. W tym miejscu należy zauważyć, że prawodawca przewiduje określone sankcje administracyjnoprawne o charakterze represyjnym, ale także prewencyjnym za naruszenie poszczególnych przepisów konstytuujących te obowiązki⁷².

Przepis art. 97 u.o.p. definiuje grupę deliktów administracyjnych o charakterze powszechnym, których popełnienie zagrożone jest sankcją administracyjną⁷³. Podkreślenia wymaga, że obowiązki sankcjonowane na mocy art. 97 u.o.p. i przewidziane w art. 69—69b u.o.p. oraz art. 73—74 u.o.p. w przypadku towarzystwa funduszy inwestycyjnych będącego jednocześnie spółką publiczną poszerzane są o dodatkowe obowiązki (poza tymi określonymi w art. 54 i n. u.f.i.) związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji takiego podmiotu. Istotna jest przy tym relacja wskazanych przepisów względem siebie. Mianowicie przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych, które normują obowiązki dotyczące nabycia znacznego pakietu akcji każdego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (niezależnie od tego, czy takie towarzystwo jest równocześnie spółką publiczną), nie mają charakteru *lex specialis* względem przepisów ustawy o ofercie publicznej, która reguluje obowiązki związane z nabywaniem znacznego pakietu akcji spółki o statusie spółki publicznej. Podobnie ustawa o ofercie publicznej w powyższym zakresie nie stanowi regulacji o charakterze *lex specialis* względem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych. Przepisy te dotyczą odmiennych kwestii i w przypadku nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które jest spółką publiczną, obowiązki wynikające z obu wymienionych ustaw uzupełniają się, a nie wyłączają⁷⁴.

Odpowiedzialność administracyjnoprawną za naruszenie obowiązków notyfikacyjnych w zakresie nabycia znacznych pakietów akcji spółki publicznej przewiduje art. 97 ust. 1a u.o.p. Zgodnie z jego treścią na każdego, kto nie

72 Zob. A. Chłopecki, M. Dyl, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014, s. 674.

73 Krąg podmiotów mogących popełnić wskazane w tym przepisie delikty administracyjne potencjalnie może objąć każdego z uczestników rynku kapitałowego. Tak K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 548.

74 Podobnie na gruncie analogicznej regulacji dotyczącej nabycia znacznego pakietu akcji domu maklerskiego posiadającego status spółki publicznej P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 1174.

dokonuje w terminie zawiadomienia, o którym mowa w art. 69—69b u.o.p. (obowiązek notyfikacyjny), lub dokonuje takiego zawiadomienia z naruszeniem warunków określonych w tych przepisach, Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć karę pieniężną w wysokości do 1 000 000 zł w przypadku osób fizycznych, bądź do 5 000 000 zł w stosunku do innych podmiotów. Jeżeli szacowana kara pieniężna przekracza tę kwotę, wówczas wysokość kary może sięgać do równowartości 5% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy⁷⁵. Zgodnie ze stanowiskiem judykatury niedotrzymanie terminu wykonania obowiązku notyfikacyjnego stanowi o naruszeniu art. 69 ust. 1 u.o.p. i odpowiedzialności z art. 97 ust. 1 pkt 2 u.o.p. niezależnie od tego, czy naruszenie tego terminu wywołało jakiś skutek na rynku kapitałowym⁷⁶.

Podstawowy wymiar sankcji administracyjnej za naruszenie obowiązków notyfikacyjnych dotyczących nabycia (zbycia) znacznych pakietów akcji spółki publicznej jest modyfikowany w oparciu o kryterium podmiotowe. Ustawodawca różnicuje bowiem wymiar kary dla podmiotu naruszającego przywołane wyżej przepisy: jeżeli jest on jednostką dominującą, sporządzającą skonsolidowane sprawozdanie finansowe, wówczas całkowity roczny przychód, od którego obliczany jest wymiar kary, stanowi kwota całkowitego skonsolidowanego rocznego przychodu ujawniona w ostatnim zbadanym skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy. Ponadto jeżeli jest możliwe ustalenie kwoty korzyści osiągniętej lub straty unikniętej w wyniku naruszenia przepisów przez podmiot niedokonujący wymaganego zawiadomienia lub dokonującego takiego zawiadomienia z naruszeniem warunków określonych w tych przepisach, wówczas zamiast wzmiankowanej kary organ nadzoru może nałożyć karę pieniężną do wysokości dwukrotnej kwoty osiągniętej korzyści lub unikniętej straty.

75 Zob. Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 października 2020 r. nakładająca na osobę fizyczną karę pieniężną w wysokości 50 000 zł za naruszenie art. 69 ust. 1 pkt 2 i art. 69 ust. 2 pkt 1 lit. a u.o.p., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2020 r., poz. 26, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2020_01_06_2021_73872.pdf (dostęp: 4.05.2021); Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 października 2020 r. nakładająca na osobę fizyczną karę pieniężną w wysokości 180 000 zł, w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2020 r., poz. 24, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2020_01_06_2021_73872.pdf (dostęp: 4.05.2021); Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 lutego 2019 r. nakładająca na Taleja sp. z o.o. karę pieniężną w wysokości 4 050 000 zł w związku ze stwierdzeniem trzykrotnego naruszenia art. 69 ust. 1 pkt 2 u.o.p. oraz sześciokrotnego naruszenia art. 69 ust. 2 pkt 2 u.o.p., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 4, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_16_07_2021.pdf (dostęp: 4.05.2021).

76 Zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 7 grudnia 2018 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1482/18, LEX nr 2638794.

Przyjęta konstrukcja normatywna podwójnej osobowości prawnej instytucji zbiorowego inwestowania⁷⁷ powoduje, że w pewnych sytuacjach sankcja administracyjna rozciąga się również na podmioty nimi zarządzające. W przypadku bowiem gdy to fundusz inwestycyjny lub alternatywna spółka inwestycyjna nie dokonują w terminie zawiadomienia, o którym mowa w art. 69—69b u.o.p., lub dokonują takiego zawiadomienia z naruszeniem warunków określonych w tych przepisach, Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć karę pieniężną na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, będące organem takiego funduszu inwestycyjnego, bądź na zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁷⁸.

Gdy fundusz inwestycyjny — w stosunku do którego towarzystwo funduszy inwestycyjnych zawarło umowy o zarządzanie, o jakich mowa w art. 4 ust. 1a albo 1b u.f.i., na mocy których przekazało zarządzanie funduszem inwestycyjnym i prowadzenie jego spraw — nie dokonuje w terminie zawiadomienia, o którym mowa w art. 69—69b u.o.p., lub dokonuje takiego zawiadomienia z naruszeniem warunków określonych w tych przepisach, Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć wymienione wcześniej kary pieniężne na podmiot, któremu powierzono zarządzanie takim funduszem inwestycyjnym (odpowiednio na spółkę zarządzającą albo na zarządzającego z Unii Europejskiej). Sytuacja taka może mieć miejsce w przypadku zawarcia przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych albo umowy przekazania spółce zarządzającej funkcjonującej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej zarządzania funduszem inwestycyjnym otwartym i prowadzenia jego spraw, albo umowy dotyczącej przekazania zarządzającemu z Unii Europejskiej prowadzącemu działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej zarządzania specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym lub funduszem inwestycyjnym zamkniętym i prowadzenia jego spraw.

Odpowiedzialność administracyjnoprawną za naruszenie obowiązków związanych z ogłoszeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej przewiduje art. 97 ust. 1 u.o.p. Zgodnie z tym przepisem

77 Zob. A. Lichosik, R. Blicharz, *Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych*, w: *O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*, red. A. Bielska-Brodziak, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015, s. 249—271.

78 Sankcja administracyjna może zostać nałożona na zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (może nim być spółka kapitałowa będąca komplementariuszem alternatywnej spółki inwestycyjnej, prowadząca działalność w formie spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej, w której jedynym komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna albo spółka europejska) lub na zarządzającego z Unii Europejskiej (może nim być osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego, która uzyskała zezwolenie właściwego organu w państwie członkowskim na wykonywanie działalności zarządzania alternatywnym funduszem inwestycyjnym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym działalność zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi).

Komisja Nadzoru Finansowego może, w drodze decyzji administracyjnej, nałożyć karę pieniężną w wysokości do 10 000 000 zł na każdego, kto:

- 1) przekracza określony próg ogólnej liczby głosów w spółce publicznej bez zachowania warunków, o których mowa w art. 73 u.o.p. i art. 74 u.o.p.;
- 2) nie ogłasza wezwania lub nie przeprowadza w terminie wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej albo nie wykonuje w terminie obowiązku zbycia akcji spółki publicznej w przypadkach, o których mowa w art. 73 ust. 2 lub 3 u.o.p., tj. w przypadku pośredniego nabycia akcji lub tzw. biernego nabycia;
- 3) nie ogłasza wezwania lub nie przeprowadza w terminie wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w przypadkach, o których mowa w art. 74 ust. 2 lub 5 u.o.p., tj. w przypadku pośredniego nabycia akcji lub tzw. biernego nabycia;
- 4) w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, o którym mowa w art. 73 u.o.p., art. 74 u.o.p., proponuje cenę niższą niż ustawowo określona na podstawie art. 79 u.o.p.;
- 5) bezpośrednio lub pośrednio nabywa lub obejmuje akcje z naruszeniem art. 77 ust. 4 pkt 1 lub 3 u.o.p.⁷⁹ albo art. 88a u.o.p.⁸⁰;
- 6) dopuszcza się ww. czynów, działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej.

W przypadku gdy jest możliwe ustalenie kwoty osiągniętej korzyści lub straty unikniętej w wyniku naruszenia obowiązków związanych z ogłoszeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, zamiast kary pieniężnej w wysokości do 10 000 000 zł, Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć karę pieniężną do wysokości trzykrotnej kwoty osiągniętej korzyści lub unikniętej straty.

Organ nadzoru postępowanie administracyjne, o którym mowa w art. 97 u.o.p., może wszcząć z urzędu — porusza się w tym przypadku w ramach uznania

79 W przypadku gdy w okresie między dokonaniem zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej a zakończeniem wezwania podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania oraz podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące, lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., nabywają akcje spółki publicznej, której dotyczy wezwanie, również poza tym wezwaniem lub w sposób w nim określony bądź gdy podmiot obowiązany do ogłoszenia takiego wezwania nabywa pośrednio akcje spółki publicznej, której wezwanie dotyczy.

80 W przypadku gdy podmiot obowiązany do wykonania obowiązków ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w przypadkach, o których mowa w art. 73 ust. 2 i 3 u.o.p. lub art. 74 ust. 2 i 5 u.o.p. do dnia ich wykonania bezpośrednio lub pośrednio nabywał lub obejmował akcje spółki publicznej, w której przekroczył określony w tych przepisach próg ogólnej liczby głosów.

administracyjnego. Oznacza to, że teoretycznie możliwe jest wystąpienie sytuacji, w której Komisja Nadzoru Finansowego stwierdzi wystąpienie deliktu administracyjnego wymienionego w art. 97 u.o.p., a jednocześnie odstąpi od zastosowania sankcji administracyjnej przewidzianej w tym przepisie⁸¹. Wydanie decyzji w sprawie administracyjnej dotyczącej odpowiedzialności administracyjnej następuje po przeprowadzeniu rozprawy administracyjnej, która pozwala stronie na wypowiedzenie się na temat wyników postępowania dowodowego⁸².

Jak wskazuje judykatura, sankcja administracyjna w tym zakresie zabezpiecza wykonanie obowiązków nałożonych przepisami ustawy o ofercie publicznej⁸³. Sankcje przewidziane w art. 97 ust. 1 i 1a u.o.p. mają na celu dyscyplinowanie adresatów norm prawnych do przestrzegania obowiązującego prawa i aby były skuteczne, muszą powodować dolegliwość, muszą jednak być współmierne w stosunku do rodzaju naruszenia⁸⁴, a organ nadzoru powinien kierować się postulatami płynącymi z konstytucyjnej zasady proporcjonalności⁸⁵.

Wysokość kary pieniężnej, o jakiej mowa w art. 97 ust. 1 i 1a u.o.p., powinna spełniać rolę czynnika o charakterze ekonomicznym, który może obciążyć wyniki finansowe danego podmiotu oraz ograniczyć jego zasoby, dzięki czemu może zmniejszyć możliwość kontynuowania działalności naruszającej sankcjonowane przepisy prawa⁸⁶. W zakresie miarkowania kary za delikty administracyjne związane z naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych dotyczących nabycia znacznych pakietów akcji spółki publicznej lub obowiązków ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej ustawodawca przewiduje regulację o charakterze *lex specialis* w stosunku do

81 Por. P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 346.

82 Zob. szerzej: M. Cherka, *Kodeks postępowania administracyjnego*, red. R. Hauser, M. Wierzbowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020, s. 732—735; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 17 lipca 2003 r., sygn. akt: SA/Bd 1271/03, LEX nr 109729.

83 Zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 27 maja 2009 r., sygn. akt: II GSK 972/08, LEX nr 653456.

84 Z. Kmiecik, *Ogólne zasady prawa i postępowania administracyjnego*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 2000, s. 122—123. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 18 grudnia 2008 r., sygn. akt: II GSK 526/08, LEX nr 522422.

85 P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej...*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 349.

86 Por. J. Jendroška, *Kary administracyjne*, w: *Księga jubileuszowa Profesora Marka Mazurkiewicza. Studia z dziedziny prawa finansowego, prawa konstytucyjnego i ochrony środowiska*, red. R. Mastalski, Unimex, Wrocław 2001, s. 50—51; P. Przybysz, *Egzekucja administracyjna*, ABC, Warszawa 1999, s. 186.

zasad ogólnych określonych w art. 189d k.p.a.⁸⁷ Otóż w myśl art. 97 ust. 1g u.o.p. przy wymierzaniu kary pieniężnej za naruszenia przepisów ustawy o ofercie publicznej Komisja Nadzoru Finansowego bierze pod uwagę:

- 1) wagę naruszenia oraz czas jego trwania;
- 2) przyczyny naruszenia;
- 3) sytuację finansową podmiotu, na który nakładana jest kara pieniężna⁸⁸;
- 4) skalę korzyści uzyskanych lub strat unikniętych przez podmiot, który dopuścił się naruszenia, lub podmiot, w którego imieniu lub interesie działał podmiot, który dopuścił się naruszenia, o ile można tę skalę ustalić;
- 5) straty poniesione przez osoby trzecie w związku z naruszeniem, o ile można te straty ustalić⁸⁹;
- 6) gotowość podmiotu dopuszczającego się naruszenia do współpracy z Komisją Nadzoru Finansowego podczas wyjaśniania okoliczności naruszenia;
- 7) uprzednie naruszenia przepisów niniejszej ustawy popełnione przez podmiot, na który nakładana jest kara⁹⁰.

Warto podkreślić, że jeżeli popełniono kilka deliktów administracyjnych wymienionych w art. 97 u.o.p., to kara pieniężna może zostać nałożona odrębnie za każdy z tych czynów⁹¹, a w przypadku działania w porozumieniu, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 u.o.p., kara może zostać nałożona odrębnie na każdy z podmiotów działających w porozumieniu⁹².

Organ nadzoru w decyzji administracyjnej wymierzającej karę pieniężną w ramach swojej władzy dyskrejonalnej uprawniony jest do zobowiązania podmiotu dopuszczającego się sankcjonowanego naruszenia do zaniechania lub powstrzymania

87 Zob. I. Sroka, P. Wajda, *Przesłanki wymiaru sankcji administracyjnych w reżimie ustawy o ofercie publicznej — analiza praktyczna, cz. I*, „Monitor Prawa Bankowego” 2020, nr 10, s. 64.

88 W zakresie miarkowania przez organ administracji publicznej wysokości kary w oparciu o kryterium sytuacji finansowej podmiotu, na który jest ona nakładana, zob. Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 17 stycznia 2007 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1663/06, Legalis nr 272575.

89 Por. I. Sroka, P. Wajda, *Przesłanki wymiaru sankcji administracyjnych w reżimie ustawy o ofercie publicznej — analiza praktyczna, cz. II*, „Monitor Prawa Bankowego” 2020, nr 11, s. 63—64.

90 S. Dudziak, *Zasady wymiaru administracyjnych kar pieniężnych po nowelizacji Kodeksu postępowania administracyjnego*, „Samorząd Terytorialny” 2018, nr 6, s. 23—32; P. Majczak, *Refleksje na temat kodeksowej regulacji kar administracyjnych*, „Ius Novum” 2020, nr 1, s. 131—152.

91 Por. A. Skoczylas, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 696.

92 Tak np. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 27 maja 2009 r., sygn. akt: II GSK 972/08, LEX nr 533141; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 20 grudnia 2007 r., sygn. akt: II GSK 203/07, LEX nr 484696.

się od podejmowania działań stanowiących naruszenie bądź do wyznaczenia terminu ponownego wykonania obowiązku lub dokonania czynności wymaganej przepisami, których naruszenie było podstawą nałożenia kary pieniężnej. W przypadku bezskutecznego upływu wyznaczonego terminu Komisja Nadzoru Finansowego może powtórnie wydać decyzję o nałożeniu kary pieniężnej.

Ustawodawca w przypadku rażącego naruszenia obowiązków notyfikacyjnych dotyczących nabycia znacznych pakietów akcji spółki publicznej, o jakich mowa w art. 69—69b u.o.p., przewiduje niezależnie subsydiarną odpowiedzialność *ad personam* osób potencjalnie odpowiedzialnych za naruszenia dokonane przez podmioty, które dopuściły się sankcjonowanych czynów⁹³. Mianowicie Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć karę pieniężną w wysokości do 1 000 000 zł na osobę, która w okresie, w jakim nastąpiło naruszenie, pełniła funkcję członka zarządu lub członka organu zarządzającego podmiotu lub była współnikiem uprawnionym do reprezentowania podmiotu, który dopuścił się pierwotnego deliktu administracyjnego stypizowanego w art. 97 ust. 1a u.o.p.⁹⁴ W przypadku rażącego naruszenia przez fundusz inwestycyjny lub alternatywną spółkę inwestycyjną obowiązków dotyczących notyfikowania nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej, o jakich mowa w art. 97 ust. 1a u.o.p., Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć karę pieniężną w wysokości do 1 000 000 zł na członka organu zarządzającego towarzystwa funduszy inwestycyjnych będącego organem takiego funduszu inwestycyjnego lub zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (lub zarządzającego z Unii Europejskiej). Taka kara może zostać nałożona również na członka organu zarządzającego spółki zarządzającej albo zarządzającego z Unii Europejskiej, w przypadku gdy fundusz inwestycyjny, co do którego towarzystwo funduszy inwestycyjnych zawarło z taką spółką zarządzającą lub zarządzającym z Unii Europejskiej umowy o przekazanie zarządzania funduszem inwestycyjnym i prowadzenie jego spraw, o jakich mowa w art. 4 ust. 1a albo 1b u.f.i., a fundusz inwestycyjny rażąco narusza obowiązki notyfikacyjne, o których mowa w art. 97 ust. 1a u.o.p.

93 Na temat charakteru administracyjnej odpowiedzialności *ad personam* z tytułu rażącego naruszenia obowiązków informacyjnych spółek publicznych zob. P. Wajda, *Charakter administracyjnej odpowiedzialności ad personam z tytułu naruszenia obowiązków informacyjnych spółki publicznej*, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 2, s. 88—104.

94 Za naruszenia o skali rażącej doktryna prawa rynku kapitałowego przyjmuje m.in. pozbawienie inwestorów rzetelnych i prawdziwych informacji, naruszenia o charakterze powtarzalnym i popełniane w sposób świadomy czy zachowania stojące w sprzeczności z podstawowymi zasadami funkcjonowania rynku kapitałowego. Szerzej na ten temat zob. A. Famirski, w: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. M. Michalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 585—586; A. Skoczylas, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, red. T. Sójka, s. 688—689.

Warunkiem uprawniającym Komisję Nadzoru Finansowego do nałożenia kary pieniężnej na członka organu zarządzającego jest uprzednie wydanie decyzji stwierdzającej, że popełnienie wzmiankowanego deliktu administracyjnego miało charakter rażącego⁹⁵. Wykładnia literalna tego przepisu prowadzi do wniosku, że wystarczający jest sam fakt, aby uprzednio decyzja została wydana. Prawodawca nie przewiduje bowiem w tym przypadku, że decyzja sankcjonująca pierwotny delikt administracyjny, o jakim mowa w art. 97 ust. 1a u.o.p., ma charakter decyzji ostatecznej czy prawomocnej.

Przy wymierzaniu kary pieniężnej dla członka organu zarządzającego podmiotu, który dopuścił się deliktu administracyjnego dotyczącego obowiązków informacyjnych w zakresie nabycia znacznych pakietów akcji spółki publicznej, Komisja Nadzoru Finansowego bierze pod uwagę tożsame kryteria miarkowania wysokości kary, jak w przypadku nakładania kary za samo naruszenie przedmiotowego obowiązku, tj. m.in.:

- 1) wagę naruszenia oraz czas jego trwania;
- 2) przyczyny naruszenia;
- 3) sytuację finansową podmiotu, na który nakładana jest kara;
- 4) skalę uzyskanych korzyści lub unikniętych strat przez podmiot, który dopuścił się naruszenia;
- 5) straty poniesione przez osoby trzecie w związku z naruszeniem;
- 6) uprzednie naruszenia przepisów ustawy o ofercie publicznej popełnione przez podmiot, na który kara została nałożona.

Przy czym nawet w przypadku rażącego naruszenia obowiązków informacyjnych w zakresie nabycia (zbycia) znacznych pakietów akcji spółki publicznej Komisja Nadzoru Finansowego nie może nałożyć kary pieniężnej na członka organu zarządzającego podmiotu, który dopuścił się deliktu administracyjnego, jeżeli od wydania decyzji sankcjonującej takie naruszenie upłynęło więcej niż 12 miesięcy⁹⁶.

W przypadku wydania decyzji administracyjnej sankcjonującej naruszenie obowiązków informacyjnych w zakresie nabycia (zbycia) znacznych pakietów

95 Zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 20 września 2019 r., sygn. akt: II GSK 2372/17, Legalis nr 2233612; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 22 czerwca 2007 r., sygn. akt: VI SA/Wa 688/07, Legalis nr 273933; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 17 marca 2009 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1716/08, Legalis nr 237576; Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 27 lutego 2018 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1867/17, LEX nr 2745143.

96 Ustawodawca wprost w przepisie wyznacza początek biegu terminu dla organu administracji do nałożenia tej kary od wydania decyzji, o której mowa w art. 97 ust. 1a u.o.p. Por. podobnie: Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 12 grudnia 2016 r., sygn. akt: II GSK 1924/15, LEX nr 270790; Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 17 września 2013 r., sygn. akt: II GSK 767/12, LEX nr 1370492.

akcji spółki publicznej organ nadzoru na mocy art. 97 ust. 1f u.o.p. w związku z art. 96 ust. 10a u.o.p. przekazuje do publicznej wiadomości:

- 1) informację o treści rozstrzygnięcia oraz o rodzaju i charakterze naruszenia, imię i nazwisko osoby fizycznej lub firmę (nazwę) innego podmiotu, na który nałożona została sankcja;
- 2) w przypadku złożenia wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy — informację o jego złożeniu, o ile Komisja Nadzoru Finansowego przekazała do publicznej wiadomości informację o decyzji, której ten wniosek dotyczy;
- 3) informację o treści rozstrzygnięcia ostatecznej decyzji.

Informacje te powinny być dostępne na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego przez 5 lat, licząc od dnia ich udostępnienia, przy czym informacje dotyczące imienia i nazwiska osoby, na którą została nałożona sankcja, dostępne są na tej stronie przez rok. Ustawodawca w tym przypadku niejako waży różne wartości chronione prawem i postanawia o przyznaniu prymatu umacniania wartości prewencji o charakterze ogólnym, realizując tę ochronę poprzez wyłączenie związania organu nadzoru tajemnicą zawodową, o jakiej mowa w art. 147 u.o.i.f.⁹⁷

Prawodawca przyznał jednak Komisji Nadzoru Finansowego prawo do opóźnienia przekazania do publicznej wiadomości informacji o powyższej decyzji lub przekazania takiej informacji bez wskazywania osoby fizycznej lub innego podmiotu, na który została nałożona sankcja, jeśli podanie takiej informacji do publicznej wiadomości:

- 1) w przypadku danych osobowych — jest nieproporcjonalne do wagi stwierdzonego naruszenia;
- 2) stanowiłoby poważne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego lub będącego w toku postępowania administracyjnego, wyjaśniającego lub karnego;
- 3) wyrządziłoby niewspółmierną i znaczącą szkodę uczestnikom rynku finansowego.

Decyzja o opóźnieniu przekazania do publicznej wiadomości informacji dotyczącej naruszenia obowiązków informacyjnych w zakresie nabycia (zbycia) znacznych pakietów akcji spółki publicznej podejmowana jest w drodze uchwały Komisji Nadzoru Finansowego.

97 Zob. szerzej: M. Korzeniewska, *Tajemnica zawodowa*, „Przegląd Prawa Giełdowego” 1994, nr 3, s. 33; G. Rejman, *Zagadnienie tajemnicy zawodowej w świetle ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*, „Przegląd Prawa Giełdowego” 1995, nr 10, s. 20; J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996, s. 67; M. Michalski, *Tajemnice: giełdowa, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, giełdy towarowej, ubezpieczeniowa (cz. III)*, „Monitor Podatkowy” 2015, nr 10, s. 553.

4.2.3. Środki nadzoru administracyjnoprawnego o charakterze kontrolnym

Poza środkami nadzoru administracyjnoprawnego o charakterze uprzednim i następczym ustawodawca przewiduje ponadto kontrolny środek nadzoru. Możliwy jest on do zastosowania względem nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych korzystającego z instytucji prawnej zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji takiego towarzystwa, który to podmiot w toku postępowania w tej sprawie złożył zobowiązania dotyczące towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Mianowicie zgodnie z normą prawną zawartą w art. 54l ust. 7 u.f.i. jeżeli podmiot, który nabył akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych w efekcie uprzedniego złożenia zawiadomienia o zamiarze dokonania takiej transakcji, jednak nie dochowuje złożonego w związku z postępowaniem zainicjowanym takim zawiadomieniem zobowiązania dotyczącego towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub zobowiązania dotyczącego ostrożnego i stabilnego zarządzania nim, o jakim mowa w art. 54h ust. 3 u.f.i., Komisja Nadzoru Finansowego może w drodze decyzji administracyjnej nałożyć na ten podmiot karę pieniężną do wysokości odpowiadającej wartości nabytych akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Omawiana regulacja wskazuje, że również po zakończeniu postępowania w sprawie zainicjowanej złożonym zawiadomieniem o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych organ nadzoru zachowuje prawo do stałego monitorowania, czy złożone zobowiązania zostały wykonane. W efekcie w celu zapewnienia ochrony interesów uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych Komisja Nadzoru Finansowego uzyskuje uprawnienie do stałego monitoringu relacji pomiędzy towarzystwem funduszy inwestycyjnych a jego akcjonariuszami⁹⁸.

98 Komisja Nadzoru Finansowego posiada ponadto szereg innych środków nadzoru personalnego, które umożliwiają jej oddziaływanie na skład osobowy organów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza zarządu i rady nadzorczej, jak również innych osób, niekoniecznie zasiadających w organach statutowych, ale pełniących funkcje kierownicze lub mających istotny wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jako przykład tego rodzaju środka nadzoru personalnego pełniącego głównie funkcję nadzoru prewencyjnego warto wskazać na obowiązek uzyskania zgody Komisji Nadzoru Finansowego na powołanie członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem w towarzystwie funduszy inwestycyjnych czy powołanie członka zarządu nadzorującego podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących portfeli inwestycyjnych funduszy zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub portfeli, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, zarządzanych przez towarzystwo

Organ nadzoru jest uprawniony do nałożenia kary pieniężnej do wysokości odpowiadającej wartości nabytych akcji, tj. w granicach wartości akcji Komisja Nadzoru Finansowego może się poruszać w ramach uznania administracyjnego, a ciężar kary pieniężnej powinien być uzależniony od wagi naruszenia. Wartość akcji ustalana jest na dzień ich nabycia według wartości godziwej, o której mowa w ustawie z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości⁹⁹. Zgodnie z art. 28 ust. 6 u.r. za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, jeśli ich wysokość jest znacząca. Cenę rynkową aktywów finansowych posiadanych przez dany podmiot oraz zobowiązań finansowych, które ten podmiot zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna. Natomiast cenę rynkową aktywów finansowych, które dany podmiot zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży¹⁰⁰.

funduszy inwestycyjnych. Komisja Nadzoru Finansowego informowana jest także o zmianach na innych stanowiskach w towarzystwie funduszy inwestycyjnych, np. w zakresie osób pełniących funkcje w ramach systemu kontroli wewnętrznej funkcjonującego w towarzystwie funduszy inwestycyjnych, jak np. powołanie lub odwołanie inspektora nadzoru ze wskazaniem przyczyn takiego odwołania. Na temat środków nadzoru personalnego zob. szerzej: R. Blicharz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce...*, s. 213—227.

99 Dz.U. z 1994 r. Nr 121 poz. 591 z późn. zm.

100 Podstawą określenia wartości godziwej instrumentów finansowych jest wartość rynkowa ustalana zgodnie z § 3 pkt 25 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. z 2001 r. Nr 149 poz. 1674 z późn. zm.). Zgodnie z tym przepisem przez wartość rynkową rozumiemy możliwą do uzyskania cenę (wartość) sprzedaży albo cenę nabycia instrumentu finansowego, ustaloną na aktywnym rynku. Jednak zarówno ustawa o rachunkowości, jak i wymienione rozporządzenie nie definiują pojęcia „aktywnego rynku”. Na mocy art. 10 ust. 3 u.r., który w sprawach nieuregulowanych przepisami ustawy o rachunkowości pozwala podmiotom stosować krajowe standardy rachunkowości wydane przez Komitet Standardów Rachunkowości, a w przypadku braku odpowiedniego standardu krajowego pozwala stosować Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR) i Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), zasadne wydaje się sięgnięcie do wytycznych w sprawie zdefiniowania pojęcia „aktywnego rynku”, które zawiera MSSF 13 (aktualnie uzupełniający MSR 39). W odniesieniu do wyceny wartości godziwej w MSSF 13 posłużono się pojęciem „głównego rynku” oraz pojęciem „najkorzystniejszego rynku”. Pojęcia te zastąpiły obowiązujący poprzednio pkt OS71 załącznika do MSR 39, zgodnie z którym instrument finansowy jest uważany za notowany na aktywnym rynku, jeśli kwotowane ceny są łatwo i regularnie dostępne z giełdy, od dealera, brokera, grupy branżowej, instytucji usługowej lub uprawnionej do wydawania regulacji, a ceny te reprezentują aktualne

W przypadku niedochowania zobowiązania — złożonego w związku z postępowaniem zainicjowanym zawiadomieniem o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — dotyczącego tego towarzystwa lub ostrożnego i stabilnego zarządzania nim Komisja Nadzoru Finansowego karę pieniężną nakłada w drodze decyzji administracyjnej z rygiorem natychmiastowej wykonalności. Jeżeli akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych, który nabył akcje w efekcie realizacji zamiaru podlegającego zgłoszeniu, wypełni zobowiązanie, jakie na siebie przyjął w trakcie prowadzonego postępowania administracyjnego w sprawie nałożenia kary, przed upływem terminu wskazanego w decyzji nakładającej karę pieniężną, o jakiej mowa w art. 54l ust. 7 u.f.i., Komisja Nadzoru Finansowego wydaje decyzję o umorzeniu kary pieniężnej w całości albo w części odpowiadającej niezapłaconym przyszłym transzom (w przypadku gdy kara pieniężna miała być płatna w miesięcznych ratach).

Celem tej regulacji jest wywarcie na tyle silnego wpływu na akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, aby ten niezwłocznie wypełnił zobowiązania ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, jakie na siebie przyjął w postępowaniu toczącym się uprzednio na skutek zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W przypadku wystąpienia zaległości w płatności kary pieniężnej nałożonej na akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, który nabył akcje i nie dochowuje zobowiązań, o jakich mowa powyżej, w myśl treści normy prawnej zawartej w art. 54o u.f.i. organ nadzoru może nakazać towarzystwu funduszy inwestycyjnych, którego akcjonariuszem jest taki podmiot, przekazanie na poczet zaległej kary pieniężnej wszelkich płatności dokonywanych przez towarzystwo na rzecz tego akcjonariusza, w kwocie odpowiadającej karze pieniężnej wraz z odsetkami¹⁰¹.

i regularnie występujące na rynku transakcje zawierane bezpośrednio pomiędzy stronami. Wartość godziwa jest definiowana w warunkach ceny uzgodnionej przez zainteresowanego nabywcę oraz zainteresowanego sprzedającego w bezpośrednio zawieranej transakcji. Celem określenia wartości godziwej instrumentu finansowego, będącego przedmiotem obrotu na aktywnym rynku, jest doprowadzenie do ceny, po której w dniu bilansowym zostałyby zawarta transakcja na tym instrumentem finansowym na najbardziej korzystnym aktywnym rynku, do którego podmiot ten ma natychmiastowy dostęp. Jednakże podmiot koryguje cenę ustaloną na bardziej korzystnym rynku, aby odzwierciedlić wszelkie wynikające z ryzyka kredytowego kontrahenta różnice pomiędzy instrumentami będącymi przedmiotem obrotu na tym rynku oraz instrumentem wycenianym. Istnienie publikowanych kwotowań ceny na aktywnym rynku jest najlepszym dowodem wartości godziwej i jeśli takie kwotowania istnieją, to wykorzystuje się je do wyceny składnika aktywów finansowych lub zobowiązania finansowego.

101 Odnośnie do płatności na poczet zaległej kary pieniężnej w pełni właściwe pozostają uwagi poczynione w podrozdziale 4.2.2.1.

4.3. Skutki cywilnoprawne

4.3.1. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych

W myśl regulacji zawartej w art. 54l ust. 1 u.f.i. w przypadku nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych:

- 1) z naruszeniem przepisu art. 54 ust. 1 u.f.i.; albo
- 2) pomimo zgłoszenia przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu; albo
- 3) przed upływem terminu uprawnającego Komisję Nadzoru Finansowego do zgłoszenia sprzeciwu; albo
- 4) po wyznaczonym przez Komisję Nadzoru Finansowego terminie na nabycie akcji, o którym mowa w art. 54h ust. 5 u.f.i.

— z akcji tych nie może być wykonywane prawo głosu, z zastrzeżeniem art. 54m u.f.i. Regulacja ta przewiduje względny zakaz wykonywania prawa głosu, który może zostać przez organ nadzoru uchylony wyłącznie w przypadku określonym w art. 54m u.f.i. Ustawowy zakaz wykonywania prawa głosu w tej sytuacji dotyczy wyłącznie akcji, które zostały nabyte wbrew treści normy prawnej zawartej w art. 54 ust. 1 u.f.i. bądź z naruszeniem innych przepisów związanych z instytucją sprzeciwu co do zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub nabycia ich po wyznaczonym przez Komisję Nadzoru Finansowego terminie. Skutki cywilnoprawne tego rodzaju należy ocenić jako mniej dotkliwe niż te przewidziane przez prawodawcę w normie prawnej zawartej w art. 56 ust. 3 u.f.i., o czym szerzej w dalszej części rozdziału.

W opisanym przypadku podmiot nabywający znaczny pakiet akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w trybie art. 54 ust. 1 u.f.i., jeżeli był uprzednio (przed złożeniem zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji) akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych może wykonywać prawo głosu na walnym zgromadzeniu z akcji, które posiadał uprzednio (nabył zgodnie z prawem). Przewidziany przez art. 54l ust. 1 u.f.i. zakaz realizowania przez akcjonariusza jednego z praw korporacyjnych w postaci prawa głosu, nie wyklucza także korzystania przez niego z pozostałych uprawnień korporacyjnych i majątkowych związanych z akcjami, które zostały nabyte z naruszeniem przepisów prawa. Oznacza to, że nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem art. 54 i n. u.f.i. co do zasady jest skuteczne, a ograniczeniu ulega wyłącznie jedno z uprawnień akcjonariusza¹⁰².

102 Por. M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 714.

Uchwały walnego zgromadzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych podjęte z naruszeniem wymienionych regulacji są nieważne *ex lege*, chyba że spełniają wymogi *quorum* oraz większości głosów bez uwzględnienia głosów nieważnych. Wyjątek od sankcji nieważności, polegający na nieuwzględnianiu przy obliczaniu *quorum* akcji, z których nie może być wykonywane prawo głosu, przewiduje rozwiązanie opierające się na przyjęciu pewnego rodzaju fikcji prawnej i bywa krytycznie oceniane przez przedstawicieli doktryny prawa rynku finansowego¹⁰³.

Istnieje zatem możliwość wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności takiej uchwały walnego zgromadzenia — odpowiednie zastosowanie znajduje tu przepis art. 425 k.s.h. określający zasady wystąpienia z powództwem o stwierdzenie nieważności. Katalog podmiotów posiadających prawo zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych podjętej z naruszeniem przepisów normujących instytucję zawiadomienia organu nadzoru o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych został rozszerzony i prawo takie przysługuje również Komisji Nadzoru Finansowego.

Odpowiednie stosowanie art. 425 § 2 k.s.h. pozwala na przyjęcie, że prawo do wniesienia powództwa wygasa z upływem 6 miesięcy od dnia, w którym uprawniony powziął wiadomość o uchwale, nie później jednak niż z upływem 2 lat od dnia powzięcia uchwały. Przy czym powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia spółki publicznej powinno być wniesione w ciągu 30 dni od dnia jej ogłoszenia, nie później jednak niż w terminie roku od dnia powzięcia uchwały. Upływ określonych terminów nie wyłącza możliwości podniesienia zarzutu nieważności uchwały.

Doktryna prawa w sposób niejednoznaczny wypowiada się na temat charakteru prawnego orzeczenia sądu stwierdzającego nieważność uchwały walnego zgromadzenia spółki akcyjnej, tj. czy ma ono charakter deklaratoryjny¹⁰⁴, i jedynie potwierdza nieważność uchwały, czy też ma charakter konstytutywny¹⁰⁵. Również judykatura w tym zakresie nie zajmuje jednoznacznego stanowiska¹⁰⁶.

103 Tak na gruncie prawa bankowego H. Kosiński, w: *Prawo bankowe. Komentarz*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 100 i n.

104 Tak na gruncie analogicznej regulacji dotyczącej nabycia akcji domu maklerskiego z naruszeniem przepisów lub stwierdzenia wpływu określonego podmiotu na dom maklerski: P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 1192.

105 Tak M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 716.

106 Za przyjęciem, że wyrok stwierdzający nieważność uchwały ma charakter konstytutywny opowiada się m.in. Sąd Najwyższy, zob. uchwała Sądu Najwyższego 7 sędziów z dnia 18 września 2013 r., sygn. akt: III CZP 13/13, LEX nr 1363174.

Zwolennicy poglądu o deklaratoryjnym charakterze orzeczenia stwierdzającego nieważność wskazują, że w przypadku podjęcia przez walne zgromadzenie spółki akcyjnej uchwały sprzecznej z ustawą uchwała taka jest *ex lege* nieważna, a sąd jedynie potwierdza w treści orzeczenia jej nieważność¹⁰⁷.

Podnosi się także, że w art. 425 k.s.h. ustawodawca postępuje się określeniem „stwierdzenie nieważności”, co wskazuje, że wyrok ma charakter deklaratoryjny¹⁰⁸ oraz że art. 252 k.s.h. (odpowiednio art. 425 k.s.h.) nie ustanawia materialnej podstawy nieważności uchwały, gdyż tę wprowadza art. 58 § 1 k.c., natomiast art. 252 k.s.h. (odpowiednio art. 425 k.s.h.) jedynie reguluje dopuszczalność złożenia pozwu o stwierdzenie nieważności¹⁰⁹.

Za deklaratoryjnym charakterem tego rodzaju orzeczenia opowiadał się także Trybunał Konstytucyjny, który w wyroku z dnia 21 czerwca 2005 r. stwierdził, że „powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały przysługuje wówczas, gdy: zarzut dotyczy uchwał sprzecznych z prawem; jeżeli treść uchwały, jej forma lub tryb powzięcia są niezgodne z prawem (przepisem bezwzględnie obowiązującym); uchwały są nieważne z mocy prawa, sąd wydaje wówczas wyrok deklaratoryjny”¹¹⁰.

107 Por. S. Sołtysiński, *Nieważne i wzruszalne uchwały zgromadzeń spółek kapitałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 1, s. 8; W. Popiołek, *Nieważność uchwały zgromadzenia wspólników zawierającej zgodę na zbycie udziałów*, „Glosa” 2007, nr 3, s. 21—24; A. Szumański, *Zgromadzenie wspólników*, w: *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 506; A. Szajkowski, M. Tarska, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. 3: *Komentarz do artykułów 301—458*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 720; J. Szwaja, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. 3: *Spółka akcyjna, Komentarz do artykułów 301—490*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 1327; A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 1..., s. 1164; K. Kopaczyńska-Pieczniak, w: *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2015, s. 548; M. Michalski, w: *Spółka akcyjna*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2014, s. 417; M. Rodzynkiewicz, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 580; K. Kruczałak, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. K. Kruczałak, LexisNexis, Warszawa 2001, s. 441; J.P. Naworski, w: *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, t. 1: *Spółka akcyjna i przepisy karne*, red. R. Potrzebszcz, T. Siemiątkowski, LexisNexis, Warszawa 2003, s. 808; A. Rachwał, w: *Prawo spółek handlowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 1006; M. Spyra, w: *Prawo spółek handlowych*, red. S. Włodyka..., s. 488; E. Bieniek-Koronkiewicz, *Prawo gospodarcze prywatne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 304; T. Szczurowski, *Charakter prawny wyroku stwierdzającego nieważność uchwały zgromadzenia spółki kapitałowej*, „Monitor Prawniczy” 2014, nr 16, s. 849—850.

108 Tak M. Gutowski, *Sankcja nieważności na tle uchwał organów spółek kapitałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 12, s. 22 i 25; M. Litwińska-Werner, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 667.

109 R. Pabis, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 901.

110 Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt: P 25/02, LEX nr 155536.

Również Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 6 lutego 2013 r. wskazywał, że wyrok uwzględniający stwierdzenie nieważności uchwały ma charakter deklaratoryjny, potwierdzający jedynie istnienie uchwały o treści naruszającej prawo¹¹¹.

Część doktryny prawa handlowego wskazuje na konstytutywny charakter orzeczenia sądu stwierdzającego nieważność uchwały walnego zgromadzenia spółki akcyjnej w oparciu o powództwo z art. 425 k.s.h.¹¹²

W tym kierunku wypowiada się także Sąd Najwyższy w uchwale składu 7 sędziów z dnia 18 września 2013 r. — zgodnie z jej treścią wyrok sądu stwierdzający nieważność sprzecznej z ustawą uchwały wspólników spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub uchwały walnego zgromadzenia spółki akcyjnej ma charakter konstytutywny¹¹³.

W moim przekonaniu przychylić należy się do stanowiska, jakie prezentuje Piotr Piniór, wskazując, że uchwała sprzeczna z ustawą w myśl art. 58 k.c. jest od początku nieważna, a ustawa Kodeks spółek handlowych przewiduje szczególny tryb stwierdzania nieważności uchwały walnego zgromadzenia wyrokiem o charakterze deklaratoryjnym, z uwagi na specyfikę uchwał walnego zgromadzenia spółki akcyjnej jako korporacyjnej osoby prawnej. W przypadku upływu terminu na wytoczenie powództwa o stwierdzenie nieważności uprawnione wydaje się podniesienie zarzutu nieważności uchwały sprzecznej z ustawą również w innym postępowaniu, gdyż uchwała taka była nieważna od momentu jej podjęcia (*ab initio*), a jedynie żaden uprawniony podmiot nie wystąpił z pozwem o stwierdzenie jej nieważności¹¹⁴.

Powyższe przenosi się na doktrynę prawa rynku kapitałowego, gdzie podnosi się, że w przypadku podjęcia przez walne zgromadzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych uchwały, przy podjęciu której wykonano prawo głosu z akcji pozbawionych prawa głosu na mocy sankcji z art. 54ł ust. 1 u.f.i., uchwała taka

111 Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lutego 2013 r., sygn. akt: V CSK 147/12, LEX nr 1331374. Podobnie Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 lutego 2004 r., sygn. akt: II CK 438/02, LEX nr 145299; Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2005 r., sygn. akt: III CK 296/04, LEX nr 150283; Uchwała Sądu Najwyższego 7 sędziów z dnia 1 marca 2007 r., sygn. akt: III CZP 94/06, LEX nr 231007.

112 Tak J. Frąckowiak, *Uchwały zgromadzeń wspólników spółek kapitałowych sprzeczne z ustawą*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 11, s. 12; K. Strzelczyk, w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tytuł III. Spółki kapitałowe*, red. T. Siemiątkowski, R. Potrzebszcz, Lexis-Nexis, Warszawa 2011, s. 509; A. Zbiegień-Turzańska, *Sankcje wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 172—181; M.S. Tofel, *Nieważność uchwał na gruncie art. 252 § 1 KSH i art. 425 § 1 KSH*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 6, s. 20.

113 Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 18 września 2013 r., sygn. akt: III CZP 13/13, LEX nr 1363174.

114 Zob. P. Piniór, *Obowiązek wykonania uchwały sprzecznej z prawem*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 9, s. 57.

jest *ex lege* nieważna, a sąd wyłącznie potwierdza w treści orzeczenia nieważność tej uchwały, orzeczenie takie ma zatem walor tylko deklaratoryjny¹¹⁵.

Biorąc pod uwagę znaczną dolegliwość cywilnoprawnych sankcji określonych w art. 54l ust. 1 u.f.i., ustawodawca przewidział możliwość uchylecia obowiązującego z mocy prawa zakazu wykonywania prawa głosu na podstawie decyzji Komisji Nadzoru Finansowego. Możliwość wydania przez organ nadzoru decyzji administracyjnej w przedmiocie uchylecia zakazu wykonywania prawa głosu może nastąpić w szczególnie uzasadnionych przypadkach na wniosek akcjonariusza, jeżeli spełnione zostaną przesłanki przewidziane w art. 54m u.f.i. Ustawodawca dla możliwości wydania takiej decyzji za konieczne uznaje kumulatywne spełnienie dwóch przesłanek. Pierwsza to zaistnienie sytuacji, w której wymagają tego interesy uczestników funduszy inwestycyjnych, zbiorczego portfela papierów wartościowych lub klientów, dla których towarzystwo funduszy inwestycyjnych wykonuje usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Druga ma miejsce, jeśli wnioskodawca wykaże, iż nie zachodzi przesłanka, o której mowa w art. 54h ust. 1 pkt 3 u.f.i., tzn. nie istnieje podstawa do wyrażenia przez organ nadzoru sprzeciwu uzasadnionego potrzebą ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych — z uwagi na możliwy wpływ akcjonariusza na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub ze względu na ocenę sytuacji finansowej tego podmiotu.

W zakresie możliwości wydania decyzji administracyjnej w sprawie uchylecia zakazu wykonywania prawa głosu oraz w zakresie oceny spełnienia ustawowych przesłanek uprawniających do wydania takiej decyzji organ nadzoru działa w granicach uznania administracyjnego. Na gruncie art. 54m u.f.i. następuje jednak odwrócenie ciężaru dowodowego w stosunku do postępowania prowadzonego w trybie art. 54 ust. 1 u.f.i. i to wnioskodawca obowiązany jest wykazać okoliczności braku wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz że znajduje się w dobrej sytuacji finansowej¹¹⁶.

Legitymację czynną do złożenia wniosku o uchylecie zakazu wykonywania prawa głosu, o którym mowa w art. 54l ust. 1 u.f.i., posiada wyłącznie podmiot, który uprzednio złożył zawiadomienie o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, który do realizacji przedmiotowego zamiaru przystąpił z naruszeniem prawa. Wniosek powinien zawierać obligatoryjne elementy wskazane w art. 63 k.p.a. oraz w art. 54b ust. 1 u.f.i., a tym

115 Tak P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 1192.

116 Tak R. Wojciechowski, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 729.

samym do wniosku składanego w trybie art. 54m u.f.i. zastosowanie mają przepisy rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub o zamiarze stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Rozstrzygnięcie w sprawie wniosku następuje w formie decyzji administracyjnej o charakterze konstytutywnym ze skutkiem na przyszłość (*ex nunc*). Pozytywne rozpatrzenie sprawy nie konwaliduje jednak podjętych do chwili wydania decyzji nieważnych czynności prawnych w postaci uchwał walnego zgromadzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w stosunku do których art. 54l ust. 3 u.f.i. przewiduje sankcję nieważności¹¹⁷.

4.3.2. Wpływ akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Zgodnie z treścią art. 56 ust. 3 u.f.i. w przypadku wydania przez Komisję Nadzoru Finansowego decyzji nakazującej zaprzestanie wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub zakazującej wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadanych przez podmiot, który uzyskał bezpośrednio lub pośrednio prawo wykonywania głosu na walnym zgromadzeniu towarzystwa funduszy inwestycyjnych na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i., wykonywanie przez akcjonariusza prawa głosu ze wszystkich posiadanych akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest bezskuteczne. Regulacja w tym zakresie ma odpowiednie zastosowanie do podmiotów działających w porozumieniu, którego przedmiotem jest wykonywanie prawa głosu z akcji na poziomach 10%, 20%, 1/3 lub 50% ogólnej liczby głosów towarzystwa funduszy inwestycyjnych¹¹⁸.

Sankcja bezskuteczności wykonywania prawa głosu stanowi uzupełnienie administracyjnoprawnych środków nadzoru i może ustać w zasadzie dopiero po uchyleniu decyzji administracyjnej zakazującej wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadanych na podstawie art. 56 ust. 8 u.f.i.¹¹⁹ Wykonywanie prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest w tym przypadku bezskuteczne *ex lege*¹²⁰. Ustawowe

117 Por. M. Kapijas, w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, red. A. Kidyba, s. 731.

118 Na temat istoty porozumienia oraz specyfiki działania w porozumieniu zob. szerszej uwagi w rozdziale 2.

119 Podobnie M. Mataczyński, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2015, s. 1095.

120 Zob. P. Wajda, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 1196.

wyłączenie możliwości oddania głosu dotyczy wszystkich posiadanych przez akcjonariusza akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a nie wyłącznie akcji, które zostały nabyte w wyniku realizacji zamiaru nabycia akcji podlegającego zgłoszeniu na podstawie przepisów art. 54 u.f.i., a zatem również tych, których nabycie nie podlegało reglamentacji ze strony organu nadzoru. Bezskuteczność wykonywanego prawa głosu oznacza, że głosu oddanego przez osobę, do której ustawodawca odniósł to sformułowanie, nie uwzględnia się przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą walnego zgromadzenia¹²¹.

Cywilnoprawna sankcja bezskuteczności wykonywania prawa głosu z posiadanych przez akcjonariusza akcji nie powoduje wyłączenia pozostałych praw majątkowych i korporacyjnych wynikających z akcji, jak np. prawo do dywidendy, prawo do udziału w masie likwidacyjnej¹²², zasadniczo z wyjątkiem możliwości zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia — z uwagi na zamknięty katalog podmiotów do tego uprawnionych, w tym m.in. na akcjonariusza, który głosował przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądał zaprotokołowania sprzeciwu (wymóg głosowania jako przesłanki pozytywnej, której spełnienie uprawnia do wystąpienia z powództwem, nie dotyczy bowiem wyłącznie akcjonariusza akcji niemej)¹²³.

Jeżeli przy podejmowaniu uchwały walnego zgromadzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych wykonano prawo głosu z akcji, w stosunku do których Komisja Nadzoru Finansowego na podstawie art. 56 ust. 1 u.f.i. wydała decyzję o zakazie wykonywania prawa głosu, uchwała taka jest *ex lege* nieważna, chyba że spełnia wymogi *quorum* oraz większości głosów oddanych bez uwzględnienia głosów nieważnych. W takim przypadku odpowiednio stosuje się przepis art. 425 k.s.h., który stanowi podstawę wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia. Prawo wytoczenia takiego powództwa przysługuje również Komisji Nadzoru Finansowego.

Jak już wcześniej wskazywano, zarówno doktryna prawa, jak i judykatura w sposób niejednoznaczny wypowiadają się na temat charakteru prawnego orzeczenia sądu stwierdzającego nieważność uchwały walnego zgromadzenia spółki akcyjnej, tj. czy ma ono charakter deklaratoryjny i jedynie potwierdza nieważność uchwały, czy ma charakter konstytutywny¹²⁴.

121 Zob. M. Mataczyński, *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka..., s. 495.

122 Na temat praw korporacyjnych i majątkowych akcjonariuszy zob. szerzej: A. Opalski, *Prawa i obowiązki akcjonariuszy*, w: *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 323—373.

123 Szerzej zob. D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 359.

124 W tym zakresie w pełni aktualne pozostają uwagi poczynione w podrozdziale 4.3.1.

4.3.3. Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych, posiadających status spółki publicznej, z naruszeniem przepisów ustawy o ofercie publicznej

W przypadku nabywania akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadających status spółki publicznej oprócz sankcji administracyjnoprawnych prawodawca przewiduje dodatkowy mechanizm ochrony o charakterze cywilnoprawnym¹²⁵. Na cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków związanych ze znacznymi pakietami akcji spółki publicznej powstające z mocy prawa wskazuje treść art. 89 u.o.p. Zgodnie z tym przepisem akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z:

- 1) akcji spółki publicznej będących przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego powodującego osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów, jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie tego progu nastąpiło z naruszeniem obowiązków określonych w art. 69 u.o.p. (obowiązki notyfikacyjne dotyczące nabycia znacznych pakietów akcji spółki publicznej);
- 2) wszystkich akcji spółki publicznej, jeżeli przekroczenie progu ogólnej liczby głosów nastąpiło z naruszeniem obowiązków określonych odpowiednio w art. 73 ust. 1 u.o.p. lub art. 74 ust. 1 u.o.p. (obowiązki wezwaniowe, wezwanie uprzednie — majoryzacyjne);
- 3) akcji spółki publicznej nabytych w wezwaniu po cenie ustalonej z naruszeniem art. 79 u.o.p.

Przepis ten w przypadku naruszenia obowiązków notyfikacyjnych związanych z nabyciem znacznego pakietu akcji spółki publicznej *explicite* ogranicza wystąpienie skutków prawnych o cywilnoprawnym charakterze do naruszenia art. 69 u.o.p. Jednakże z uwagi na fakt, że przepisy art. 69a i art. 69b u.o.p. *de iure* dotyczą wykonania obowiązku, o jakim mowa w art. 69 u.o.p., zasadne wydaje się przyjęcie, że również podmioty wymienione w tych przepisach w sytuacji naruszenia obowiązków określonych w art. 69 u.o.p. podlegają sankcji określonej w art. 89 u.o.p.¹²⁶ W przypadku braku ogłoszenia wezwania o charakterze następczym określonego w art. 73 ust. 2 lub ust. 3 u.o.p. albo art. 74 ust. 2 lub ust. 5 u.o.p. podmiot, który przekroczył próg ogólnej liczby głosów, nie może wykonywać prawa głosu z wszystkich akcji spółki publicznej,

¹²⁵ S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 292.

¹²⁶ Podobnie S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 293.

chyba że wypełni w terminie obowiązki określone w tych przepisach, tj. ogłosi wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej. W przypadku braku wykonania obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej o charakterze uprzednim lub następczym zakaz wykonywania prawa głosu ze wszystkich akcji spółki publicznej rozciąga się na akcje posiadane przez podmioty zależne od podmiotu, który nabył akcje spółki publicznej z naruszeniem tych obowiązków¹²⁷.

Jak widać, prawodawca zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej, w zależności od rodzaju naruszenia, ogranicza wyłącznie do akcji będących przedmiotem czynności prawnej w przypadku naruszenia obowiązków notyfikacyjnych, a w sytuacji naruszeń związanych z obowiązkiem ogłoszenia wezwania zakaz ten rozciąga się na wszystkie akcje posiadane przez akcjonariusza, zatem również te nabyte wcześniej i zgodnie z przepisami. Co więcej, w przypadku braku wykonania obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej (zarówno o charakterze uprzednim, jak i następczym) na podmioty zależne od podmiotu, który nabył akcje z naruszeniem tego obowiązku, rozciąga się zakaz wykonywania prawa głosu ze wszystkich posiadanych przez te podmioty zależne akcji spółki publicznej.

Powyższe zakazy nie pozbawiają jednak akcjonariusza innych praw korporacyjnych, jak np. prawa udziału w walnym zgromadzeniu, prawa żądania zwołania walnego zgromadzenia¹²⁸, prawa do informacji na podstawie art. 428 k.s.h.,

127 Zob. Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 3 grudnia 2019 r. nakładająca karę pieniężną w wysokości 990 000 zł za naruszenie art. 73 ust. 2 u.o.p. polegające na tym, że STP Investment SA nie ogłosiła w terminie 3 miesięcy od przekroczenia 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie powodującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów ani nie zbyła w tym terminie akcji tej spółki publicznej w liczbie powodującej osiągnięcie nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów, w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 60, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_16_07_2021.pdf (dostęp: 4.05.2021). Przedstawiciele doktryny prawa rynku kapitałowego wskazują, że aby nieprawidłowości w realizacji obowiązków notyfikacyjnych czy wezwaniowych przypisać kwalifikację naruszenia art. 89 u.o.p., z którą wiąże się sankcja utraty prawa głosu z posiadanych akcji spółki publicznej, taka nieprawidłowość powinna być zawiniona w ujęciu podmiotowym, a w przypadku braku winy nabywca znacznego pakietu akcji spółki publicznej, pomimo bezprawności naruszenia, nie powinien zostać ukarany dolegliwą sankcją korporacyjnoprawną. Zob. R.F. Szymański, *Wina jako kryterium oceny naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych na potrzeby zastosowania sankcji z art. 89 u.o.p.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 8, s. 25.

128 M. Michalski, *Akcje nieme według prawa polskiego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 77, s. 21.

uprawnień osobistych¹²⁹ czy praw majątkowych¹³⁰. Co do zasady wyłączone będzie prawo do zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia przy głosowaniu, w którym akcjonariusz nie mógł wykonywać prawa głosu, z zastrzeżeniem przypadku gdy bezzasadnie nie został on dopuszczony do udziału w walnym zgromadzeniu¹³¹.

Prawo głosu z akcji spółki publicznej wykonane wbrew powyższemu zakazowi nie jest uwzględniane przy obliczaniu wyniku głosowania nad uchwałą walnego zgromadzenia, z zastrzeżeniem przepisów innych ustaw¹³². Taki głos, pomimo że został oddany, nie zostanie uznany ani jako głos „za”, ani „przeciw” czy „wstrzymujący się”¹³³. Regulacja prawna w tym zakresie nie wskazuje na nakaz uwzględniania bądź też nie obecności takich akcji na walnym zgromadzeniu przy obliczaniu *quorum*. Autorzy literatury przedmiotu również nie zajmują w tej kwestii jednoznacznego stanowiska. Część doktryny jasno wskazuje, że biorąc pod uwagę fakt, iż pomimo pozbawienia prawa wykonywania głosu z akcji akcje te nadal stanowią ułamek kapitału zakładowego spółki, dlatego też należy uwzględnić je przy obliczaniu *quorum*¹³⁴. Zgodnie z innym poglądem głosy

129 Por. S. Sołtyński, *Osobiste uprawnienia udziałowców w spółkach kapitałowych. Przyczynek do analizy art. 159 i 354 k.s.h.*, w: *Studia z prawa prywatnego gospodarczego. Księga pamiątkowa ku czci profesora Ireneusza Weissa*, Zakamycze, Kraków 2003, s. 278.

130 W. Popiołek, *Akcja — prawo podmiotowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 8.

131 Zob. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 10 czerwca 2005 r., sygn. akt: II CK 715/04, LEX nr 157004; szerzej zob. D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych...*, s. 359.

132 Regulacja ta ma charakter niezależny od przepisów innych ustaw. Przykładem regulacji dodatkowych są przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych stanowiące zasadniczą część niniejszego opracowania naukowego, dotyczące zamiaru zgłoszenia zamiaru nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, czy przepisy ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. — Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. Nr 140 poz. 939 z późn. zm.), tj. art. 251 ust. 1 i 3 Pr.Bank., zgodnie z którym w przypadku nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji: z naruszeniem przepisu art. 25 ust. 1 Pr.Bank. albo pomimo zgłoszenia przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu, o którym mowa w art. 25h ust. 1 Pr.Bank., albo przed upływem terminu uprawniającego Komisję Nadzoru Finansowego do zgłoszenia sprzeciwu, o którym mowa w art. 25h ust. 1 Pr.Bank., albo po wyznaczonym przez Komisję Nadzoru Finansowego terminie na nabycie bądź objęcie akcji lub praw z akcji, o którym mowa w art. 25h ust. 5 Pr.Bank. — z akcji tych nie może być wykonywane prawo głosu, z zastrzeżeniem art. 25m Pr.Bank. Uchwały walnego zgromadzenia banku krajowego podjęte z naruszeniem powyższego przepisu są nieważne, chyba że spełniają wymogi *quorum* oraz większości głosów oddanych bez uwzględnienia głosów nieważnych. W przypadkach, o których mowa powyżej, prawo wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia przysługuje również Komisji Nadzoru Finansowego. Przepis art. 425 k.s.h. stosuje się odpowiednio.

133 Zob. M. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane zagadnienia prawne organizacji walnego zgromadzenia spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 1, s. 14—15.

134 Tak M. Mataczyński, *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011, s. 169; M. Michalski, *Akcje nieme według prawa polskiego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7, s. 25.

takie nie powinny być brane pod uwagę przy wyliczeniu wymaganego *quorum*, jednak nie zostało to jednoznacznie wyrażone w przepisie¹³⁵.

Odwołując się do koncepcji racjonalnego prawodawcy¹³⁶, skoro wprost nie przesądził on o tym, że akcje, co do których z mocy prawa na podstawie art. 89 ust. 1 u.o.p. akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu, nie są uwzględniane przy obliczaniu *quorum*, to nie należy ich wyłączać. W innej normie prawnej zawartej w art. 56 ust. 4 u.f.i. prawodawca wprost wskazuje, że uchwała walnego zgromadzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest nieważna, jeżeli przy jej podejmowaniu wykonano prawo głosu z akcji, w stosunku do których organ nadzoru wydał decyzję zakazu wykonywania prawa głosu, chyba że uchwała taka spełnia wymogi *quorum* oraz większości głosów oddanych bez uwzględnienia głosów nieważnych. Skoro zatem ustawodawca wprost dopuszcza niejako sanację ważności uchwały podjętej z uwzględnieniem głosów, co do których istniał zakaz ich wykonywania, po odliczeniu takich głosów zarówno z głosów oddanych, jak i z *quorum*, to można uznać, że co do zasady głosy takie mogą być w tym przypadku uwzględniane przy obliczaniu wielkości *quorum*¹³⁷.

Brak jest również jednoznacznego stanowiska doktryny odnośnie do kwestii ustalenia, kto w danym przypadku ma rozstrzygać o zaistnieniu tego rodzaju skutku cywilnoprawnego, tzn. kto posiada uprawnienie do stwierdzenia, że akcjonariusz został pozbawiony prawa głosu z posiadanych akcji. Sąd Najwyższy już w wyroku z 12 grudnia 1973 r. zauważył, że kompetencja do stwierdzenia nieważności uchwały nie przysługuje przewodniczącemu obrad walnego zgromadzenia czy też walnemu zgromadzeniu, nawet w przypadku gdy bezskuteczność wykonywania prawa głosu ujawniła się przed przystąpieniem do głosowania, gdyż bez względu na to, kiedy dostrzeżono bezskuteczność wykonywania prawa

135 Tak S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 294.

136 Zob. M. Zirk-Sadowski, *Konstrukcja racjonalnego prawodawcy a kompetencja komunikacyjna*, w: *Szkice z teorii prawa i szczegółowych nauk prawnych*, red. S. Wronkowska, M. Zieliński, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 1990, s. 435—438; Z. Tobor, *W poszukiwaniu intencji prawodawcy*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013, s. 40; S. Wojtczak, *Wpływ konceptu „racjonalnego prawodawcy” na polską kulturę prawną*, w: *Wielowymiarowość prawa*, red. J. Czapska, M. Dudek, M. Stępień, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2014, s. 103; S. Wronkowska, *Prawodawca racjonalny jako wzór dla prawodawcy faktycznego*, w: *Szkice z teorii prawa i szczegółowych nauk prawnych...*, s. 120—121; L. Morawski, *Teoria prawodawcy racjonalnego a postmodernizm*, „Państwo i Prawo” 2000, z. 1, s. 33—36.

137 Na temat braku wymaganego *quorum* i wymaganej większości głosów jako przesłanki do uznania uchwały za nieistniejącą zob. szerzej poglądy judykatury: Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 lipca 2020 r., sygn. akt: V CSK 495/18, LEX nr 3066813; Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 grudnia 2008 r., sygn. akt: II CSK 278/08, LEX nr 520012.

głosu, jedynie sąd uprawniony jest do oceny, czy akcje zostały nabyte zgodnie z przepisami prawa¹³⁸.

Zarówno doktryna, jak i judykatura w sposób niejednoznaczny wypowiadają się na temat skutków podjęcia uchwały z uwzględnieniem głosów, co do których istniał z mocy prawa zakaz ich wykonywania. Część przedstawicieli literatury przedmiotu wskazuje, że taka sytuacja prowadzi będzie do zniekształcenia treści uchwały, ale nie do jej nieważności, a tym samym nie będzie możliwe stwierdzenie jej nieważności na podstawie art. 425 k.s.h., a jedynie ustalenie treści uchwały może zostać dokonane w ramach powództwa o ustalenie na podstawie art. 189 k.p.c.¹³⁹

Judykatura w sposób odmienny podchodzi do powyższego zagadnienia i wskazuje, że uchwała walnego zgromadzenia podjęta z uwzględnieniem głosów objętych zakazem ich wykonywania podlega zaskarżeniu w drodze powództwa o stwierdzenie nieważności, jakie przewiduje art. 425 k.s.h. W tym kierunku wypowiada się Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 17 października 2007 r., w którym wskazuje, że „uchwała walnego zgromadzenia podjęta wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ust. 1 lub 2 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184 poz. 1539 z późn. zm.), podlega zaskarżeniu w drodze powództwa o stwierdzenie nieważności przewidzianego w art. 425 §1 KSH”¹⁴⁰.

Sąd Najwyższy w innym orzeczeniu wskazywał również, że w takim przypadku nie jest dopuszczalne wystąpienie z powództwem o ustalenie bezskuteczności wykonywania prawa głosu przez podmiot, który naruszył obowiązki, o jakich mowa w art. 89 ust. 1 i 2 u.o.p. Natomiast stwierdzenie nieważności

138 Zob. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 grudnia 1973 r., sygn. akt: I CR 686/73, OSPIKA 1975, nr 5, poz. 102. Podobnie M. Mataczyński, *Możliwość ustalenia przez spółkę nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 10, s. 51; A. Pęczyk-Tofel, M.S. Tofel, *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)*, „Prawo Spółek” 2010, nr 4, s. 17. Odnośnie do interesu prawnego spółki w ustaleniu wykonywania przez akcjonariusza prawa głosu zob. Wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie z dnia 19 września 2018 r., sygn. akt: I AGa 290/18, Legalis nr 1857630.

139 Tak S. Tofel, *Wpływ głosów nieważnych na ważność i istnienie uchwały — uwagi na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 11, s. 33; K. Haładaj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 514. Odnośnie do dochodzenia przez spółkę akcyjną w drodze powództwa o ustalenie, że akcjonariusz nie mógł wykonywać prawa głosu z akcji na podstawie art. 89 ust. 1 lub 2 u.o.p., w brzmieniu obowiązującym przed dniem 13 stycznia 2009 r., zob. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 5 września 2012 r., sygn. akt: IV CSK 589/11, Legalis nr 551909.

140 Zob. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt: II CSK 248/07, Legalis nr 97626.

uchwały jest możliwe tylko wtedy, gdy głosowanie nad uchwałą przez osoby nieuprawnione mogło mieć wpływ na wynik tego głosowania¹⁴¹. Pozostawanie w sprzeczności z ustawą w tym przypadku dotyczy nie tylko treści uchwały, lecz także sposobu jej podjęcia¹⁴².

Do stanowiska wprowadzającego możliwość zaskarżenia w drodze powództwa o stwierdzenie nieważności w trybie art. 425 k.s.h. z jednoczesną niedopuszczalnością ustalenia jej nieważności czy bezskuteczności wykonywania prawa głosu na podstawie art. 189 k.p.c. przychyła się również część doktryny¹⁴³.

Skutki cywilnoprawne, o których mowa w art. 89 u.o.p., związane są jednak z danym podmiotem, który dopuścił się naruszenia (z zastrzeżeniem wyjątku dotyczącego podmiotów zależnych), a nie z akcjami spółki publicznej. Zakaz wykonywania prawa głosu ma zatem charakter przemijający, jednak akcjonariusz, który dopuścił się naruszenia, sam nie ma możliwości, aby sanować zaistniały stan prawny. Przywrócenie możliwości wykonywania prawa głosu może nastąpić dopiero w przypadku zmiany osoby uprawnionej z tych akcji — przy założeniu, że zmiana taka zostanie dokonana zgodnie z treścią normy art. 69 u.o.p. czy art. 73 i 74 u.o.p.¹⁴⁴

Powyższe ma szczególne znaczenie w sytuacji, gdy akcjonariusz, który nabył akcje z naruszeniem przepisów ustawy o ofercie publicznej, jednocześnie pozo-

141 Tak Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 grudnia 1973 r., sygn. akt: I CR 686/73, OSPiKA 1975, nr 5, poz. 102.

142 J. Szwaja, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. 3: *Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301—490*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 1031.

143 Tak M. Mataczyński, *Spółki kapitałowe — wezwanie do nabywania akcji spółki publicznej — powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia — powództwo o ustalenie — bezskuteczność wykonywania głosów z posiadanych akcji. Glosa do wyroku SN z dnia 17 października 2007 r., II CSK 248/07*, „Orzecznictwo Sądów Polskich” 2009, nr 7—8, s. 85, 587—598; M. Mataczyński, w: *Ustawa o ofercie publicznej...*, red. T. Sójka, s. 623; A. Mikuła, A. Piotrowska, *Wyłączenie i ograniczenie prawa głosu w spółce akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 6, s. 31; J. Dąbrowska, *Zaskarżanie uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016, s. 92—95. Częściowo do poglądu tego przychylają się S. Jakszuk i J. Róg-Dyrda (*Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda..., s. 296), którzy jednak zastrzegają, że cytowany wyrok Sądu Najwyższego odczytywać należy jako potwierdzający uprawnienie z art. 425 § 1 k.s.h., a nie wyłączający możliwość stosowania innych środków.

144 Z wyłączeniem podmiotów obowiązanych do wykonania obowiązków przewidzianych w art. 69 u.o.p., art. 73 i 74 u.o.p. na mocy art. 87 u.o.p., podmioty te bowiem są na równi zobowiązane do stosowania wymienionych norm, natomiast zbycie akcji na ich rzecz mogłoby prowadzić do postawienia zarzutu obejścia prawa. Por. K. Haładaj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz...*, s. 513—514; M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 827.

stawał akcjonariuszem spółki na dzień rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (*record date*), tj. zgodnie z art. 4061 §1 k.s.h. na 16 dni przed datą walnego zgromadzenia, jednak po tym dniu zbył akcje (choćby częściowy pakiet) na rzecz innego podmiotu. Wówczas zbywca nadal posiada legitymację formalną do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, nie może jednak głosować, zgłaszać sprzeciwu czy zaskarżać uchwał, a nabywca (nowy akcjonariusz) nawet przy założeniu, że w związku z transakcją wykonał obowiązki przewidziane w art. 69, art. 73 i art. 74 u.o.p., nie może uczestniczyć w walnym zgromadzeniu¹⁴⁵. Scenariusz taki stanowi przykład rozdźwięku między legitymacją formalną a materialną akcjonariusza. Szans uzdrowienia takiej sytuacji w celu faktycznego umożliwienia nabywcy wykonywania prawa głosu doktryna prawa handlowego poszukuje w czynności udzielenia nieodwołalnego pełnomocnictwa *in blanco* nabywcy akcji, które będzie go uprawniało do udziału w walnym zgromadzeniu i głosowania uchwał będących przedmiotem jego obrad¹⁴⁶.

Sankcje przewidziane w art. 89 u.o.p. nie dotyczą akcji, ale łączą się z osobą akcjonariusza i trwają przez cały okres posiadania przez niego akcji objętych sankcją, a brak legalnej możliwości wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej określony w art. 89 u.o.p. dotyczy wyłączenia prawa głosu o charakterze podmiotowym¹⁴⁷. Nieprawidłowa (sprzeczna z przepisami u.o.p.) realizacja (lub jej brak) obowiązków notyfikacyjnych czy wezwaniowych powoduje sankcję w postaci zakazu wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej. Sankcja ta powstaje z mocy prawa i nie wymaga dodatkowo wydania decyzji administracyjnej czy orzeczenia sądu, a trwa tak długo, jak długo akcjonariusz takie akcje posiada¹⁴⁸.

145 Por. A. Pęczyk-Tofel, M. Tofel, *Wykonywanie prawa głosu i zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia*, „Prawo Spółek” 2009, nr 10, s. 13. W tym kierunku, w szczególności odnośnie do braku uprawnienia do zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia przez akcjonariusza, który nie może wykonywać prawa głosu z powodu naruszenia obowiązków przewidzianych w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, zob. Wyrok Sądu Apelacyjnego w Białymstoku z dnia 28 maja 2014 r., sygn. akt: I ACa 3/14, Legalis nr 992490.

146 O. Horwath, K. Oplustil, *Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu w świetle prawa polskiego i wspólnotowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 8, s. 21; M. Romanowski, *Dopuszczalność niejednolitego głosowania z posiadanych akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 6, s. 24; A. Herbet, w: *Kodeks spółek handlowych. Suplement*, red. S. Sołtyśński, A. Szumański, J. Szwaja, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 313.

147 Zob. R. Woźniak, *Wpływ sankcyjnego pozbawienia prawa głosu określonego w art. 89 ustawy o ofercie publicznej na uprawnienia korporacyjne akcjonariusza spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 10, s. 30.

148 *Ibidem*, s. 32.

4.4. Uwagi końcowe

Przedstawiona w rozdziale szeroka regulacja prawna w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych (ze statusem spółki publicznej lub bez niego), w szczególności jej zakres, charakter oraz głębokość, weryfikują postawioną hipotezę badawczą, ukazując, że zarówno reguły wolnorynkowe, jak i regulacje oparte wyłącznie na stosunkach prywatnoprawnych są niewystarczającą gwarancją prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego. Mając na względzie konieczność zapewnienia realizacji podstawowych wartości, takich jak przede wszystkim ochrona interesu uczestników funduszy inwestycyjnych, istnieje potrzeba precyzyjnej regulacji administracyjnoprawnej w tym zakresie. Możliwość oddziaływania organu administracji publicznej — w opisywanym przypadku jest to Komisja Nadzoru Finansowego — na podmiot nadzorowany przyjmują kilka wymiarów i obejmują swym zakresem środki nadzoru o charakterze uprzednim, następczym oraz kontrolnym.

Zasadniczym środkiem nadzoru o charakterze uprzednim (prewencyjnym) jest sprzeciw Komisji Nadzoru Finansowego co do zamiaru określonego działania danego podmiotu, które może wpływać również na podmiot nadzorowany. Sprzeciw jako władcze jednostronne rozstrzygnięcie organu nadzoru wobec konkretnego podmiotu w konkretnej sprawie przyjmuje formę decyzji administracyjnej, której wydanie powoduje ograniczenie swobody działania podmiotu składającego zawiadomienie, i to bez względu na fakt, czy podmiot ten był uprzednio podmiotem nadzorowanym, czy też nie. Wydanie decyzji administracyjnej sprzeciwu co do zamiaru pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wyłącza legalność działania podmiotu składającego zawiadomienie w tym zakresie.

W ramach środków nadzoru o charakterze następczym (represyjnym) prawodawca przewidział takie działania organu nadzoru, jak nakaz zbycia w wyznaczonym terminie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a wobec braku ich zbycia — możliwość nałożenia kary pieniężnej na akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub nawet możliwość cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Ponadto w przypadku wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych Komisja Nadzoru Finansowego może w drodze decyzji nakazać zaprzestanie wywierania takiego wpływu i zakazać wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadanych przez ten podmiot. Można zatem powiedzieć, że formy oddziaływania administracji publicznej w tym przypadku wkraczają w swobodę zawierania umów oraz ograniczają sferę prawa własności.

Poza środkami nadzoru administracyjnoprawnego uprzednimi i następczymi ustawodawca przewiduje ponadto środek nadzoru o charakterze kontrolnym. Możliwy jest on do zastosowania względem potencjalnego nabywcy akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, korzystającego z instytucji prawnej zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji, który w toku takiego postępowania złożył zobowiązania dotyczące towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Również bowiem po zakończeniu postępowania w sprawie zainicjowanej złożeniem zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych organ nadzoru zachowuje prawo do stałego monitorowania, czy zobowiązania złożone na etapie tego postępowania zostały wykonane. W efekcie w celu zapewnienia ochrony interesów uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych Komisja Nadzoru Finansowego uzyskuje uprawnienie do stałego monitoringu relacji pomiędzy towarzystwem funduszy inwestycyjnych a jego akcjonariuszami.

W przypadku towarzystwa funduszy inwestycyjnych będącego jednocześnie spółką publiczną prawodawca przewiduje dodatkowe (poza obowiązkami określonymi w ustawie o funduszach inwestycyjnych) wskazane w ustawie o ofercie publicznej obowiązki związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji takiego podmiotu. Istotna jest przy tym relacja tych przepisów względem siebie, przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych, które normują obowiązki dotyczące nabycia znacznego pakietu akcji każdego towarzystwa funduszy inwestycyjnych, nie wyłączają bowiem obowiązków przewidzianych przez przepisy ustawy o ofercie publicznej, która reguluje obowiązki związane z nabywaniem znacznego pakietu akcji spółki o statusie spółki publicznej. Podobnie ustawa o ofercie publicznej w powyższym zakresie nie wyłącza przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych. Regulacje te dotyczą odmiennych kwestii i nie mają względem siebie relacji przepisów o charakterze *lex specialis*.

Ustawodawca w związku z naruszeniem przepisów dotyczących nabycia znacznych pakietów akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych przewiduje również szereg skutków o charakterze cywilnoprawnym, których zakres uzależniony jest od faktu, czy towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub jego akcjonariusz posiadają jednocześnie status spółki publicznej. W przypadku bowiem pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, w tym pomimo zgłoszenia przez Komisję Nadzoru Finansowego sprzeciwu, z akcji tych nie może być wykonywane prawo głosu. Ponadto w sytuacji wydania przez Komisję Nadzoru Finansowego decyzji nakazującej zaprzestanie wywierania negatywnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub zakazującej wykonywania prawa

głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wykonywanie prawa głosu ze wszystkich posiadanych przez taki podmiot akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest bezskuteczne. Dodatkowo w przypadku spółki posiadającej status spółki publicznej przepisy ustawy o ofercie publicznej przewidują *ex lege* zakaz wykonywania prawa głosu z akcji spółki publicznej nabytych z naruszeniem obowiązków notyfikacyjnych określonych w art. 69 u.o.p., a także zakaz wykonywania prawa głosu z wszystkich akcji spółki publicznej, jeżeli przekroczenie progu ogólnej liczby głosów nastąpiło z naruszeniem obowiązków wezwaniowych określonych w przepisach art. 73 ust. 1 u.o.p. lub art. 74 ust. 1 u.o.p.

Wszystkie przewidziane przez prawodawcę środki ochrony prawnej: uprzednie, następcze i kontrolne, zarówno te w sferze administracyjno-, jak i cywilnoprawnej, mają na celu ochronę jednej z podstawowych wartości na rynku kapitałowym — ochronę interesów i bezpieczeństwa jego uczestników, a w przypadku instytucji finansowej, jaką jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, w szczególności uczestników funduszy inwestycyjnych i innych klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Oddziaływanie aktem administracyjnym na sferę kształtowania i wykonywania prawa własności, a także mające wpływ na swobodę zawierania umów związane jest z oddziaływaniem organu administracji publicznej na sposób funkcjonowania podmiotu nadzorowanego, jakim jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Pomimo to wymienione w rozdziale środki oddziaływania należy ocenić w kontekście zasady proporcjonalności. Nie ulega bowiem wątpliwości, że uzależnienie możliwości nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych od decyzji organu administracji publicznej, w tym przypadku Komisji Nadzoru Finansowego, traktować trzeba jako ograniczenie zasady swobody umów oraz sfery prawa własności¹⁴⁹.

Komisja Nadzoru Finansowego wyposażona została w szeroki zakres instrumentów oddziaływania na kształt akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Oprócz bowiem środków nadzoru prewencyjnego (w postaci sprzeciwu wobec nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych) organ ten dysponuje środkami nadzoru kształtującego, w ramach których może zakazać wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadanych przez akcjonariusza lub nakazać zbycie akcji w wyznaczonym terminie. Posiada również środki nadzoru represyjnego — jeżeli akcje nie zostaną zbyte w wyznaczonym przez niego terminie, Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć na

149 Por. T. Kocowski, *Administracyjnoprawne ograniczenia zasady swobody umów*, w: *Ustawowe ograniczenia swobody umów. Zagadnienia wybrane*, red. B. Gnela, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 83—85.

akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych karę pieniężną lub cofnąć zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

Wymienione środki władzy publicznej przyjęte w ramach instytucji prawnej zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — w mojej ocenie — oddziałują na swobodę zawierania umów oraz zakres wykonywania prawa własności. Biorąc jednak pod uwagę rodzaj dobra, którego chronią (tj. bezpieczeństwo i interes uczestników funduszy inwestycyjnych, klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, bezpieczeństwo uczestników rynku kapitałowego), stanowią ograniczenie tylko w takim stopniu, w jakim jest to niezbędne dla ochrony interesu publicznego. Nie przekraczają przy tym pewnego stopnia uciążliwości i nie stanowią nadmiernej ingerencji, respektując tym samym podstawowe założenia zasady proporcjonalności.

W przypadku wskazanych w rozdziale administracyjnoprawnych środków nadzoru oraz skutków cywilnoprawnych naruszenia norm związanych z obowiązkiem zawiadomienia organu nadzoru o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych ustawodawca — w mojej ocenie — nie przekracza zakresu przyznanej mu swobody regulacyjnej i dochowuje zasady proporcjonalności (adekwatności) wprowadzonych rozwiązań normatywnych do zakładanego celu regulacji.

Zakończenie

Złożony i wieloaspektowy charakter mechanizmów funkcjonujących na rynku kapitałowym oraz wielkość przepływu i alokacji środków finansowych w połączeniu z wysokim poziomem ryzyka inwestycyjnego powodują, że szczególnego znaczenia nabiera zapewnienie bezpieczeństwa obrotu oraz ochrona interesów wszystkich uczestników tego rynku. Prawna regulacja rynku kapitałowego powinna zatem sprowadzać się do zapewnienia sprawnego przepływu walorów przy zachowaniu maksymalnego poziomu bezpieczeństwa inwestycyjnego. Prawodawca dla ochrony dobra, jakim jest rynek kapitałowy, w tym poszczególnych jego wartości, przewiduje szereg instrumentów o charakterze publicznoprawnym ingerujących w różnym stopniu w sferę prawa prywatnego. Jednym z tego rodzaju instrumentów prawnych jest obowiązek zawiadomienia organu administracji publicznej (organu nadzoru — Komisji Nadzoru Finansowego) o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Władzy publicznej przyznaje się uprawnienie w zakresie ingerowania w możliwość zawarcia umowy przenoszącej własność znacznego pakietu akcji podmiotu prywatnego (spółki akcyjnej — towarzystwa funduszy inwestycyjnych). Zawarcie umowy pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zostało bowiem uzależnione od wyrażenia przez organ administracji publicznej zgody (co do zasady w postaci braku złożenia sprzeciwu), w przypadku której akt administracyjny bezpośrednio ingeruje w zasadę swobody umów oraz sferę prawa własności. Regulacja prawna nakładająca obowiązek na podmioty, które zamierzają pośrednio nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych, pozwala Komisji Nadzoru Finansowego na dostęp do bieżącej informacji o planowanych transakcjach, których przedmiotem mają być akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Niniejsza monografia dotyczy pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, dlatego w jej początkowej części omówione zostały dystynkcje językowe pośredniego nabycia akcji, które pokazują, jak dalece istotne jest dookreślenie zakresu normatywnego danej regulacji, w szczególności jeżeli kształt normy prawnej (pod względem jej treści) odbiega od znaczenia

przypisanego w języku ogólnym (powszechnym). Przeprowadzona w tym zakresie analiza wykazała bowiem, że prawodawca, wprowadzając definicje legalne pośredniego nabycia akcji, odrywa je od znaczenia pośredniości w rozumieniu języka powszechnego. Technice legislacyjnej tego rodzaju co do zasady nie sposób odmówić słuszności, gdyż zabieg ten stanowi efekt niekwestionowanego podziału na język ogólny (powszechny) i język prawny (język tekstu prawnego). Jednakże w obliczu zaprezentowanych w pracy regulacji dotyczących pośredniego nabycia akcji jako instytucji szeroko pojętego prawa rynku kapitałowego (w tym w szczególności na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi) — w mojej ocenie — z pola widzenia prawodawcy umyka zbiór stanów faktycznych oraz prawnych powodujących zaistnienie relacji pośredniego nabycia akcji w rozumieniu języka powszechnego, jednak nieposiadających tego rodzaju kwalifikacji normatywnej.

Wnioski płynące z badania charakteru definicji legalnych pośredniego nabycia akcji wprowadzonych przez ustawodawcę w ustawie Kodeks spółek handlowych, ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, a także w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi wskazują, że intencją prawodawcy było uregulowanie znaczenia pośredniego nabycia akcji w sposób bardziej wybiórczy niż w języku ogólnym. Jurydycznie bowiem definicje legalne pośredniego nabycia akcji ustawodawca łączy z wystąpieniem stosunku dominacji. W rzeczywistości jednak siła głosu w spółce prawa handlowego może wiązać się z wystąpieniem wielu czynników. Realnie wpływ na wynik głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy ma nie tylko struktura właścicielska, lecz także aktywność akcjonariuszy, rodzaje posiadanych przez nich akcji (ich uprzywilejowanie bądź jego brak).

Pomimo zatem kazuistycznej, co do zasady, regulacji prawnej w obszarze zdefiniowania stanu pośredniego nabycia akcji można zauważyć, że prawodawca nie dostrzega potencjalnych działań poszczególnych podmiotów (uczestników rynku kapitałowego) i potencjalnych scenariuszy, których realizacja może doprowadzić do stworzenia możliwości wywierania realnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Z tego względu weryfikacja pierwszej postawionej hipotezy badawczej prowadzi do wniosku, że interpretacja przepisów prawa dotyczących definicji legalnej pośredniego nabycia akcji zamiast budować jasność, precyzyjność i kompletność normy prawnej, kreuje szereg wątpliwości. Jej wynik prowadzi również do sytuacji, w której w rozumieniu języka powszechnego dojdzie do pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa fun-

duszy inwestycyjnych, jednak wobec braku tego rodzaju kwalifikacji normatywnej po stronie organu nadzoru nie wystąpi kompetencja do dokonania *ex ante* oceny ostrożnościowej w ramach narzędzi nadzorczych organu administracji publicznej. Ocena ta natomiast będzie miała miejsce w przypadku jurydycznej kwalifikacji pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Obecnie obowiązujące przepisy prawa przewidują różne możliwości uczestniczenia w strukturze akcjonariatu spółki akcyjnej (w tym towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych), a możliwości te mogą podlegać modyfikacjom w zależności od faktu, czy spółka ta posiada lub nie dodatkowo status spółki publicznej. Ponadto o ile ustawodawca *a priori* przewiduje normatywne zabezpieczenie dla zapewnienia stabilnego i ostrożnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych w postaci obowiązku emitowania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych wyłącznie akcji imiennych, to jednak wykorzystanie formy prawnej spółki publicznej dla samego towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub jego akcjonariusza w praktyce może powodować, że faktyczny decydent towarzystwa funduszy inwestycyjnych (beneficjent rzeczywisty) nie będzie znany.

W mojej ocenie możliwe są bowiem przypadki, w których pomimo realnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub na spółkę publiczną będącą akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych podmiot wywierający taki wpływ może nie podlegać uprzedniej reglamentacji prawnej w zakresie zgłoszenia zamiaru pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych na podstawie art. 54 i n. u.f.i. Powyższe wymyka się spod jurydycznego ujęcia pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a tym samym może stwarzać pole do nadużyć. Możliwość wykorzystania szerokiego spektrum konstrukcji prawnych przy tworzeniu struktury potencjalnej transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w kontekście definicji legalnej pośredniego nabycia akcji może doprowadzić do sytuacji, w której tożsamość podmiotu mającego realny wpływ na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych pozostanie nieznana.

W efekcie tych obserwacji — w moim przekonaniu — system regulacji mających na celu ocenę rękojmi pośredniego nabywcy znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz zapewnienie ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych ocenić należy jako częściowo ułomny. Dostrzeżona luka regulacyjna budzi obawy w zakresie braku możliwości dokonania oceny ostrożnościowej przez organ nadzoru. Ustawodawca wprawdzie przewidział konstrukcję prawną pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ale zastosowane normatywne

domknięcia zakresowe w efekcie wyłączają część stanów faktycznych spod obowiązującej normy prawnej.

Poczynione ustalenia pozwalają na weryfikację drugiej hipotezy badawczej, zgodnie z którą należy wskazać, że *de lege lata* dopuszczalne jest zastosowanie konstrukcji prawnych, w których pomimo realnej (faktycznej) możliwości wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych zaistnieje brak normatywnej kwalifikacji takiego stanu jako pośrednie nabycie akcji w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, a w konsekwencji regulacja ta w pewnych przypadkach nie spełni *ratio legis*, w jakim została wprowadzona.

Zwrócenie uwagi teoretyków i praktyków prawa rynku kapitałowego na normatywne możliwości wykorzystania *per se* nieoczywistych konstrukcji uczestniczenia przez różne podmioty w transakcji nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w szerokim ujęciu (tj. nie tylko bezpośrednio czy pośrednio w ujęciu jurydycznym, lecz także pośrednio w rozumieniu języka ogólnego), a następnie w strukturze własnościowej towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest istotne, biorąc pod uwagę konieczność zapewnienia stabilnego i ostrożnego zarządzania podmiotem nadzorowanym, jakim jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

Ustawodawca niejako dostrzegając niedoskonałość przewidzianych mechanizmów prawnych obowiązujących w zakresie pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jako regulację prawną o charakterze sanacyjnym i jednocześnie umożliwiającą oddziaływanie przez organ nadzoru na podmioty wywierające znaczący wpływ na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, wprowadził w 2019 r. środek nadzoru pozwalający Komisji Nadzoru Finansowego na uznanie danego podmiotu za podmiot dominujący w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a w konsekwencji — w sytuacji stwierdzenia wywierania negatywnego wpływu — nakazanie takiemu podmiotowi zaprzestania wywierania takiego wpływu, a w przypadku niewykonania decyzji organu nadzoru — możliwość nałożenia kary pieniężnej. W mojej ocenie regulacja prawna w tym zakresie o ile z pewnością stanowi mechanizm oddziaływania państwa na gospodarkę z udziałem organu administracji publicznej, o tyle jednak dotyczy stanu faktycznego i prawnego *ex post*, tj. nie etapu ostrożnościowej oceny podmiotu zamierzającego nabyć akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych, lecz sytuacji, gdy potencjalnie negatywny wpływ na towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest już realizowany. Co do zasady samą celowość regulacji oraz fakt jej wprowadzenia należy ocenić pozytywnie, biorąc jednak pod uwagę trudności dowodowe ustalenia wywierania znaczącego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, a także okres trwania postępowania wyjaśniającego lub admini-

stracyjnego w tego rodzaju sprawie administracyjnej, taki środek nadzoru można uznać za częściowo nieefektywny.

Mechanizm oceny ostrożnościowej (zasadnicze postępowanie dla tematu niniejszej pracy) sprowadza się do konieczności zawiadomienia organu nadzoru o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wprowadza się jednocześnie środek nadzoru o charakterze prewencyjnym w postaci uprawnienia organu nadzoru do złożenia sprzeciwu co do realizacji takiego zamiaru. Możliwości oddziaływania organu administracji publicznej — w tym przypadku w postaci Komisji Nadzoru Finansowego — na podmiot nadzorowany przyjmują kilka wymiarów i obejmują środki nadzoru o charakterze uprzednim, następczym oraz kontrolnym. Zasadniczym środkiem nadzoru o charakterze uprzednim jest sprzeciw Komisji Nadzoru Finansowego wobec zamiaru pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, którego istota (brak złożenia) sprowadza się do wyrażenia zgody na nabycie prawa własności papieru wartościowego. Jest to niewątpliwie daleko idący środek oddziaływania, ingerujący zarówno w prawo własności, jak i w swobodę zawierania umów.

Przewidziane przez prawodawcę prawne instrumenty oddziaływania, tj. te o charakterze uprzednim, następczym i kontrolnym, zarówno te w sferze administracyjno-, jak i cywilnoprawnej, mają na celu ochronę jednej z podstawowych wartości na rynku kapitałowym — ochronę interesów i bezpieczeństwa jego uczestników, a w przypadku instytucji finansowej, jaką jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych — w szczególności uczestników funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jeżeli organ nadzoru uzna, że uzasadnione jest to potrzebą ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych, z uwagi na ocenę sytuacji finansowej podmiotu, który uzyskał pośrednio prawo wykonywania głosu na walnym zgromadzeniu na poziomach określonych w art. 54 ust. 1 u.f.i., Komisja Nadzoru Finansowego może w drodze decyzji zakazać wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadanych przez ten podmiot. W niektórych przypadkach z akcji tych *ex lege* nie może być wykonywane prawo głosu. Ustawodawca przewiduje zatem mechanizmy o charakterze publicznoprawnym, które ograniczają korzystanie z pełni praw korporacyjnych zawartych w papierach wartościowych (akcjach towarzystwa funduszy inwestycyjnych). W tym przypadku mamy do czynienia ze środkiem nadzoru oraz regulacją o charakterze administracyjnoprawnym, które wpływają na możliwość wykonywania prawa własności poprzez zakaz wykonywania uprawnień właścicielskich w postaci prawa głosu.

Regulacja prawna w zakresie pośredniego nabywania znacznych pakietów akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w szczególności jej zakres,

charakter oraz głębokość, weryfikują postawioną hipotezę badawczą, prowadząc do konstatacji, że zarówno reguły wolnorynkowe, jak i regulacje oparte wyłącznie na stosunkach prywatnoprawnych nie są wystarczającą gwarancją prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego. Tymczasem mając na względzie konieczność zapewnienia realizacji podstawowych wartości, przede wszystkim takich jak ochrona interesów uczestników funduszy inwestycyjnych oraz klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, istnieje potrzeba precyzyjnej regulacji administracyjnoprawnej w tym zakresie.

Sprzeciw organu nadzoru powoduje ograniczenie swobody działania podmiotu składającego zawiadomienie o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych i to bez względu na fakt, czy podmiot ten był uprzednio podmiotem nadzorowanym, czy też nie. Wydanie decyzji administracyjnej w przedmiocie złożenia sprzeciwu co do zamiaru pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wyłącza legalność działania podmiotu składającego zawiadomienie w tym zakresie. Ocena tego rodzaju instrumentu nadzoru z punktu widzenia testu proporcjonalności (adekwatności) — moim zdaniem — jest pozytywna. Spośród możliwych środków oddziaływania co do zasady ustawodawca wybrał środki skuteczne dla osiągnięcia celu, czyli zapewnienia organowi nadzoru wpływu na kształt akcjonariatu podmiotu tworzącego infrastrukturę rynku kapitałowego w postaci towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zastosowane instrumenty administracyjnoprawne dla podmiotu, który obowiązany jest do złożenia zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wydają się zarazem możliwie najmniej uciążliwe — w stopniu niezbędnym dla osiągnięcia założonego celu.

Przeprowadzona w niniejszej monografii ocena rozwiązań ustawodawczych przyjętych w ramach instytucji prawnej zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych wskazuje, że wprowadzone normy prawne (z wyjątkiem luki, na którą zwracano uprzednio uwagę) realizują zasadę proporcjonalności, a ustawodawca nie przekracza w tym przypadku zakresu przyznanej mu swobody regulacyjnej. W mojej ocenie przyjęte w ramach instytucji prawnej zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych środki władzy publicznej oddziałują na swobodę zawierania umów oraz zakres wykonywania prawa własności, jednak biorąc pod uwagę rodzaj dobra, jakie chronią — bezpieczeństwo i interes uczestników funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych i bezpieczeństwo uczestników rynku kapitałowego — stanowią ograniczenie tylko w takim stopniu, w jakim jest to niezbędne dla ochrony interesu publicznego. Nie przekraczają pewnego

stopnia uciążliwości i nie stanowią nadmiernej ingerencji, tym samym spełniają więc podstawowe założenia zasady proporcjonalności. Pozytywnie zweryfikowana zostaje zatem ostatnia postawiona hipoteza badawcza, zgodnie z którą regulacja publicznoprawna w zakresie uzależnienia nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych od zgody (wyrażonej w postaci braku sprzeciwu) organu administracji publicznej, jak również środki oddziaływania władzy publicznej polegające na orzeczeniu zakazu wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy nakazie zbycia akcji — pomimo wpływu na prawo własności i zasadę swobody umów — uwzględniają zasadę proporcjonalności.

Bibliografia

Literatura

- Adamiak B., w: B. Adamiak, J. Borkowski, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Augustyńska B., *Kilka uwag o rygorze natychmiastowej wykonalności decyzji (na przykładzie Kodeksu postępowania administracyjnego i Ordynacji podatkowej)*, „Administracja: teoria, dydaktyka, praktyka” 2014, nr 4.
- Banasiński C., *Konstytucyjne podstawy ustroju gospodarczego*, w: *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski, LexisNexis, Warszawa 2017.
- Banaszczak-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Banaszczak-Soroka U. et al., *Rynki finansowe: organizacja, instytucje, uczestnicy*, red. U. Banaszczak-Soroka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Banaszczak-Soroka U., Zawadzka P., *Instrumenty notowane na GPW w Warszawie*, w: *Rynek papierów wartościowych: inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, red. U. Banaszczak-Soroka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.
- Baszczyk M., *Prawo opcji oraz konstrukcje na nim oparte jako ograniczenia zbywalności udziałów (akcji)*, „Monitor Prawniczy” 2020, nr 2.
- Baszczyk M., *Regulacja uprawnień osobistych akcjonariuszy na gruncie Kodeksu spółek handlowych*, „Monitor Prawniczy” 2017, nr 24.
- Baszczyk M., *Skutki naruszenia obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem pakietów akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2018, nr 1.
- Bączyk M., *Zjawisko tzw. dematerializacji papierów wartościowych*, w: M. Bączyk et al., *Papiery wartościowe*, Zakamycze, Kraków 2000.
- Bielecki M., *Problematyka powiązań typu dominacja — zależność w KSH, cz. 2: Dominacja zarządcza, nadzorczą, personalna, kontraktowa, reguły antykolidaryjne*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 13.
- Bielska-Brodziak A., *Interpretacja tekstu prawnego na podstawie orzecznictwa podatkowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009.
- Bielska-Brodziak A., *Kłopoty z definicjami legalnymi*, w: *System prawny a porządek prawny*, red. O. Bogucki, S. Czepita, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008.

- Blicharz J., *Kategoria interesu publicznego jako przedmiot działania administracji publicznej*, „Acta Universitatis Wratislaviensis. Przegląd Prawa i Administracji”, 2004, t. 40.
- Blicharz R., *Charakter prawny funduszu inwestycyjnego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2002, nr 3.
- Blicharz R., *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 2013.
- Blicharz R., *Kryteria nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w świetle prawnych form jej działania*, w: B. Popowska, K. Kokocińska, *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2009.
- Blicharz R., *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Branta, Katowice—Bydgoszcz 2009.
- Blicharz R., *Nadzór państwa nad rynkiem kapitałowym*, w: *Prawo gospodarcze publiczne*, red. A. Powalowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015.
- Blicharz R., *Pozycja prawna uczestnika funduszu inwestycyjnego w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Marketingu, Sosnowiec 2006.
- Blicharz R., *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych*, cz. I, „Prawo Spółek” 2002, nr 10.
- Blicharz R., *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych*, cz. II, „Prawo Spółek” 2002, nr 11.
- Blicharz R., *Tworzenie funduszy inwestycyjnych — wybrane zagadnienia*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2003, nr 5.
- Blicharz R., Kania M., *Klauzula interesu publicznego w publicznym prawie gospodarczym*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2010, nr 5.
- Błaszczyc P., *Nabywanie akcji spółki publicznej a regulacja prawna działania w porozumieniu*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 8.
- Błaszczyc P., *Ochrona wspólnika mniejszościowego spółki zależnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Błaszczyc P., *Ochrona wspólników mniejszościowych spółki zależnej należącej do grupy spółek*, „Państwo i Prawo” 2010, z. 10.
- Błaszczyc P., *Pojęcie grupy spółek na tle stosunku dominacji i zależności w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 7.
- Błaszczyc P., *Pojęcie interesu grupy spółek jako kategoria wyjściowa dla polskiego prawa holdingowego*, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 19.
- Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006.
- Bryłowski P., *Umowa maklerska w zakresie instrumentów finansowych*, w: *Pozakodeksowe umowy handlowe*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018.
- Brzeziński B., *Szkice z wykładni prawa podatkowego*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2002.
- Brzozowski A., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 1, red. K. Pietrzykowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.

- Buchacz J., *Zasady funkcjonowania giełdy: rynek papierów wartościowych*, Ośrodek Doradztwa i Szkolenia „Tur”, Jaktorów 1994.
- Bukaczewska M., *Uprawnienia korporacyjne użytkownika i zastawnika akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 8.
- Chaba D., *Reglamentacja jako funkcja państwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2018.
- Cherka M., *Kodeks postępowania administracyjnego*, red. R. Hauser, M. Wierzbowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020.
- Chlipała M., *Zaufanie do administracji publicznej a normatywizacja przyrzeczenia administracyjnego*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2017, nr 12.
- Chłopecki A., *Jeszcze o porozumieniach w spółkach publicznych*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 12.
- Chłopecki A., *Mechanizm prawny transakcji giełdowych — nowe zjawiska w obrocie gospodarczym*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 1.
- Chłopecki A., *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Chłopecki A., Dyl M., w: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
- Chłopecki A., Mrowiec Z., *Wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2000, nr 1.
- Chmielewski J., *Jawność postępowania administracyjnego a zasada zaufania do władz publicznych — kontekst społeczny i normatywny*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2019, nr 7—8.
- Chmielewski J., *Pojęcie nadrzędnego interesu publicznego w prawie administracyjnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015.
- Chołodecki M., *Zasady publicznego prawa gospodarczego*, w: *Państwo a przedsiębiorca — aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019.
- Ciszewski J., w: *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, t. 6: *Międzynarodowe postępowanie cywilne. Sąd polubowny (arbitrażowy)*, red. T. Ereciński, Wolters Kluwer, Warszawa 2017.
- Ciszewski J., w: *Komentarz do Kodeksu postępowania cywilnego*, cz. 3: *Przepisy z zakresu międzynarodowego postępowania cywilnego*, red. T. Ereciński, J. Ciszewski, Lexis-Nexis, Warszawa 2004.
- Czekaj J., *Kursy akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie w świetle współczesnej teorii rynku kapitałowego*, Akademia Ekonomiczna, Kraków 1993.
- Czerniawski R., *Akcjonariusz*, Warszawa 2010.
- Daniluk M., *Rynek kapitałowy*, „Bank i Kredyt” 1995, vol. 13.
- Daniluk M., *Struktura rynku kapitałowego w gospodarce rynkowej*, „Zarządzanie. Teoria i Praktyka” 2010, nr 2.

- Dąbrowska J., *Identyfikacja akcjonariuszy w spółkach akcyjnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 2.
- Dąbrowska J., *Zaskarżanie uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
- Dąbrowski D., *Zawieszenie wykonywania praw udziałowych z akcji własnych oraz z akcji spółki dominującej posiadanych przez spółkę zależną*, w: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, red. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, Warszawa 2005.
- Dereń E., Polański E., *Wielki słownik języka polskiego*, red. E. Polański, Krakowskie Wydawnictwo Naukowe, Kraków 2008.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Dmowski S., Rudnicki S., *Komentarz do kodeksu cywilnego*, Ks. 1: *Część ogólna*, LexisNexis, Warszawa 2004.
- Dobaczewska A., *Zasady prawne relacji przedsiębiorców z organami władzy publicznej*, w: *Państwo a przedsiębiorca — aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019.
- Domański G., w: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, red. L. Sobolewski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999.
- Domański G., Goszczyk M., *Nabycie akcji spółki publicznej — obowiązek ogłaszania wezwań*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 4.
- Domański M., Goszczyk M., *Wybrane zagadnienia prawne organizacji walnego zgromadzenia spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 1.
- Domański G., Stępiak L., *W kwestii „zgłoszenia zamiaru” nabycia znacznego pakietu akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2000, nr 2.
- Drabik L., Kubiak-Sokół A., Sobol E., Wiśniakowska L., *Słownik języka polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Dubiński Ł., *Indywidualny akt administracji gospodarczej (próba zdefiniowania)*, w: *Państwo a przedsiębiorca — aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019.
- Dudziak S., *Zasady wymiaru administracyjnych kar pieniężnych po nowelizacji Kodeksu postępowania administracyjnego*, „Samorząd Terytorialny” 2018, nr 6.
- Dunaj B., *Język polski. Popularny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Langenscheid, Warszawa 2007.
- Dunaj B., *Popularny słownik języka polskiego*, Wilga, Warszawa 1999.
- Dybiński J., Szumański A., *O potrzebie utworzenia w Polsce wyspecjalizowanego sądu powszechnego dla rynku kapitałowego — analiza teoretyczna i prawno-porównawcza (część 1)*, „Studia Prawa Prywatnego” 2019, z. 1.
- Dyl M., *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001.
- Dyl M., *Organizacja i administracyjnoprawne aspekty funkcjonowania rynku kapitałowego*, w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.

- Dyl M., *Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 8.
- Dyl M., *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.
- Dyl M., *Termin prawa materialnego a podstawa prawna wydania decyzji administracyjnej — glosa do wyroku Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 17 marca 2009 r. (VI SA/Wa 1716/08)*, „Prawo Gospodarcze w Orzeczeniach i Komentarzach” 2011, nr 4.
- Dyl M., *Znaczne pakiety akcji a nabywanie akcji własnych przez spółki publiczne*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2004, nr 1.
- Elżanowski F., w: *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, A. Wiktorowska, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Elżanowski F., *Wątpliwości prawne związane z obrotem akcjami domów maklerskich na tle art. 106 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, „Monitor Prawniczy” 2014, nr 17.
- Falkiewicz K., Kwaśnicki R., *Skutki zajęcia udziałów spółki z ograniczoną odpowiedzialnością — polemika*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2005, nr 5.
- Famirski A., w: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. M. Michalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Frankowski E., *Gwarantowanie emisji w prawie amerykańskim i polskim*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2003, nr 2.
- Frąckowiak J., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. K. Kruczałak, LexisNexis, Warszawa 2001.
- Frąckowiak J., *Uchwały zgromadzeń wspólników spółek kapitałowych sprzeczne z ustawą*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2007, nr 11.
- Frąckowiak J., *Zastaw na akcjach*, „Rejent” 1995, nr 1.
- Fuchs D., *Tworzenie i funkcjonowanie akcyjnych grup kapitałowych. Zagadnienia prawne*, „Przeгляд Ustawodawstwa Gospodarczego” 1996, nr 11.
- Gago-Rudnicka D., Jakszuk S., *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018.
- Gańus D., *Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego w przedmiocie nakazu zaprzestania wywierania negatywnego wpływu na TFI*, „Monitor Prawa Bankowego” 2020, nr 12.
- Golat R., *Ustawowe prawo zastawu w umowach najmu*, „Nieruchomości” 2004, nr 10.
- Gołaczyński J., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2017.
- Gołaczyński J., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Goździaszek Ł., *Rodzaje zabezpieczeń finansowych*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2009, nr 2.
- Górecki J., *Umowne (statutowe) pierwszeństwo nabycia*, „Rejent” 2009, nr 2.
- Górecki P., *Konstrukcja prawna i działalność funduszy sekurytyzacyjnych*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2017, nr 2.

- Grabowski J., *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1996.
- Grabowski M., *Prowadzenie rejestru akcjonariuszy a obowiązki wynikające z ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 2.
- Grodzicki J., Kaszubski R.W., *Sekurytyzacja — aspekty prawne*, „Glosa” 1999, nr 8.
- Gruszczyńska-Brozbar E., *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2019.
- Gutowski M., *Sankcja nieważności na tle uchwał organów spółek kapitałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 12.
- Gutowski M., *Umowa opcji*, Zakamycze, Kraków 2003.
- Haładaj K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Herbet A., w: *Kodeks spółek handlowych. Suplement*, red. S. Sołtysiński, A. Szumański, J. Szwaja, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Herbet A., *Obrót udziałami w spółce z o.o.*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004.
- Horosz P., *Zastaw rejestrowy na papierach dopuszczonych do publicznego obrotu*, Zakamycze, Kraków 2005.
- Horwath O., Oplustil K., *Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu w świetle prawa polskiego i wspólnotowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 8.
- Jacyszyn J., *Spółka spółek*, „Rejent” 1993, nr 6.
- Janiak A., *Treść i skutki umowy zastawu na papierach wartościowych zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych*, „Prawo Bankowe” 1996, nr 2.
- Janiak A., *Ustanowienie zastawu na papierach wartościowych zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 1.
- Jastrzębski J., *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009.
- Jendrośka J., *Kary administracyjne*, w: *Księga jubileuszowa Profesora Marka Mazurkiewicza. Studia z dziedziny prawa finansowego, prawa konstytucyjnego i ochrony środowiska*, red. R. Mastalski, Unimex, Wrocław 2001.
- Jurkowska-Zeidler A., *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008.
- Kamiński S., *Znaczne pakiety akcji*, „Glosa” 2001, nr 1.
- Kapijas M., w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: Art. 1—157, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018.
- Karolak A., *Instytucja holdingu*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2001, nr 3.
- Karwasiński D., *Bieżące zmiany uwarunkowań regulacyjnych na polskim rynku kapitałowym w kontekście obserwowanego obniżenia zaufania ze strony inwestorów oraz regulacyjnych mechanizmów ich ochrony*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2019, nr 3.
- Kędziora R., *Natychmiastowa wykonalność nieostatecznej decyzji administracyjnej*, „Metryka” 2016, nr 1.
- Kępiński M., Nowicka A., *Reguły konkurencji a porozumienia kooperacyjne*, Urząd Antymonopolowy, Warszawa 1995.

- Kiczka K., *Problemy badawcze uprawniających aktów administracyjnych*, w: *Środki prawne publicznego prawa gospodarczego*, red. L. Kieres, Kolonia Limited, Wrocław 2007.
- Kidyba A., *Kodeks spółek handlowych*, t. 1: *Komentarz do art. 1—300 k.s.h.*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017.
- Kidyba A., *Kodeks spółek handlowych*, t. 2: *Komentarz do art. 301—633 k.s.h.*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013.
- Kiełkowski T., *Czy organy administracji publicznej rozstrzygają sprawy cywilne?*, „Państwo i Prawo” 1997, z. 8.
- Kisilowska H., Sypniewski D., *Procedury szczególne a Kodeks postępowania administracyjnego na przykładzie art. 28 ustawy — Prawo budowlane*, w: *Kodyfikacja postępowania administracyjnego na 50-lecie k.p.a.*, red. J. Niczyporuk, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Administracji, Lublin 2010.
- Kmieciak Z., *Ogólne zasady prawa i postępowania administracyjnego*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 2000.
- Kmieciak Z.R., *Proceduralny stosunek administracyjnoprawny w ogólnym postępowaniu administracyjnym*, „Studia Iuridica Lublinensia” 2014, vol. 22.
- Kocowski T., *Administracyjnoprawne ograniczenia zasady swobody umów*, w: *Ustawowe ograniczenia swobody umów. Zagadnienia wybrane*, red. B. Gnela, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Kocowski T., *Prawne formy działań policyjnych i reglamentacyjnych*, w: *Administracyjne prawo gospodarcze. Zagadnienia wybrane*, A. Chełmoński et al., Kolonia Limited, Wrocław 2000.
- Kokocińska K., *Gwarancyjny charakter zasad prawa — rozważania na tle ustawy — Prawo przedsiębiorców*, w: *Prawo przedsiębiorcy*, red. R. Blicharz, A. Powalowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Kokocińska K., w: *Konstytucja biznesu. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2019.
- Kondracka A., *Charakter prawny dokumentu akcyjnego*, „Prawo Spółek” 1999, nr 7—8.
- Kondracka A., *Prawo do rozporządzania akcjami przez akcjonariusza*, „Prawo Spółek” 2000, nr 2.
- Kopaczyńska-Pieczniak K., w: *Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.
- Kopaczyńska-Pieczniak K., *Ustanie członkostwa w spółce z o.o.*, Zakamycze, Kraków 2002.
- Korzeniewska M., *Tajemnica zawodowa*, „Przegląd Prawa Giełdowego” 1994, nr 3.
- Kosikowski C., *Wolność gospodarcza w prawie polskim*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1995.
- Kosiński H., w: *Prawo bankowe. Komentarz*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Koziół A., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. 2: *Własność i inne prawa rzeczowe (art. 126—352)*, red. M. Habdas, M. Fras, Wolters Kluwer, Warszawa 2018.
- Kozłowska-Chyła B., Wajda P., *Nabycie znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — analiza prawna ze szczególnym uwzględnieniem instytucji*

- sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego (cz. 1), „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2020, nr 4.
- Kozłowska-Chyła B., Wajda P., *Nabycie znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych — analiza prawna ze szczególnym uwzględnieniem instytucji sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego (cz. 2)*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2020, nr 5.
- Kozłowska-Chyła B., Wajda P., *Prawne mechanizmy zabezpieczające prawidłowe wykonywanie prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub uprawnień podmiotu dominującego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (cz. 1)*, „Business Law Journal” 2021, vol. 4.
- Kozłowska-Chyła B., Wajda P., *Prawne mechanizmy zabezpieczające prawidłowe wykonywanie prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub uprawnień podmiotu dominującego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (cz. 2)*, „Business Law Journal” 2021, vol. 5.
- Kozyra A., *Obrona spółek publicznych przed wrogim przejęciem*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020.
- Kropiwnicki J., *Fundusze inwestycyjne. Prawna ochrona interesu uczestników*, LexisNexis, Warszawa 2009.
- Kropiwnicki J., *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, LexisNexis 2013, komentarz elektroniczny OpenLEX, art. 54 pkt 2, <https://sip.lex.pl/komentarze-i-publicacje/komentarze/ustawa-o-funduszach-inwestycyjnych-komentarz-587489788> (dostęp: 28.03.2022).
- Kruczalak K., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. K. Kruczalak, LexisNexis, Warszawa 2001.
- Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Krzysztofek M., *Tajemnice zawodowe i ochrona danych osobowych w instytucjach finansowych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.
- Książek B., *Rozporządzenie akcjami z naruszeniem statutowych lub umownych ograniczeń*, „Rejent” 2006, nr 11.
- Kurek B., *Zawartość informacyjna transakcji pakietowych akcjami na przykładzie rynku głównego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2017.
- Kurzajewski M., *Usługi maklerskie*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
- Kuźnicki P., Hajduk P., *Zgodność regulacji prawnej działania w porozumieniu (acting in concert) z przepisami prawa Unii Europejskiej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 3.
- Kwaśnicki R.L., *Autonomia woli w kształtowaniu postanowień umowy (aktu założycielskiego) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością*, „Prawo Spółek” 2003, nr 7—8.
- Kwaśnicki R.L., *Propozycja regulacji prawa pierwszeństwa w umowie spółki (statucie) spółki kapitałowej*, „Monitor Prawniczy” 2007, nr 1.
- Kwaśnicki R.L., *Zakres autonomii woli w kształtowaniu ograniczeń zbywalności praw udziałowych spółek kapitałowych*, „Prawo Spółek” 2003, nr 3.
- Kwaśnicki R.L., Oplustil K., *Prawo pierwszeństwa nabycia udziałów (akcji) w umowie (statucie) spółki kapitałowej*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 18.

- Kwaśnicki R.L., Szymański K., *Termin i sposób zawiadomienia o zmianie stanu posiadania akcji spółek publicznych*, „Monitor Prawa Handlowego” 2014, nr 3.
- Kwiatkowski A., *Zastaw na rzeczy ruchomej*, „Rejent” 2000, nr 7—8.
- Leipert T., *Istota koncernu a art. 4 § 1 pkt 4 k.s.h.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 2.
- Leśniak M., *Zastaw bez przeniesienia posiadania przedmiotu zastawu*, Zakamycze, Kraków 2004.
- Lichosik A., *Aksjologia stosowania prawa rynku kapitałowego*, w: *Aksjologia prawa administracyjnego*, t. 1, red. J. Zimmermann, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017.
- Lichosik A., *Charakter prawny wpisu do księgi akcyjnej*, w: *Sądowe stosowanie prawa*, red. B. Dolnicki, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2014.
- Lichosik A., *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, w: *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, red. J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka, Innovatio Press, Lublin 2016.
- Lichosik A., *Informacje poufne w spółce publicznej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2016.
- Lichosik A., *Interdyscyplinarny charakter prawa rynku kapitałowego*, w: *Wzajemne oddziaływanie gałęzi prawa publicznego i prywatnego*, red. P. Bieś-Srokosz, J. Srokosz, E. Żelasko-Makowska, Wydawnictwo im. S. Podobińskiego Akademii im. Jana Długosza, Częstochowa 2017.
- Lichosik A., *Nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych a działania administracji publicznej*, w: *Prawo cywilne i handlowe w działaniach administracji. Stanowienie, wykładnia i stosowanie*, red. G. Kozieł, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Administracji, Lublin 2018.
- Lichosik A., *Obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki publicznej niebędących przedmiotem obrotu zorganizowanego*, w: *Szanse i bariery rozwoju przedsiębiorczości w Polsce — w ujęciu prawa publicznego oraz prawa prywatnego*, red. L. Bielecki, J. Mojak, A. Żywicka, Innovatio Press, Lublin 2017.
- Lichosik A., *Private closed-end investment funds of non-public assets as a form of collective investment on the capital market in Poland*, „European Journal of Accounting, Finance & Business” 2021, vol. 15, <http://www.accounting-management.ro/index.php?page=showcontent&issue=25&year=2021> (dostęp: 28.03.2022).
- Lichosik A., *Publiczny obrót papierami wartościowymi — geneza i stan obecny*, w: *Prawo administracyjne dziś i jutro*, red. J. Jagielski, M. Wierzbowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018.
- Lichosik A., *Spółka publiczna w Polsce i Unii Europejskiej*, w: *Wpływ prawa Unii Europejskiej na gospodarkę i samorząd terytorialny państw członkowskich*, red. M. Ganczar, J. Król, M. Szewczak, Wydawnictwo Afinance, Łódź 2016.
- Lichosik A., *Swoiste źródła prawa rynku kapitałowego*, w: *Swoiste źródła prawa*, red. B. Dolnicki, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015.
- Lichosik A., *Zakres podmiotowy obowiązku ujawniania stanu posiadania znacznych pakietów akcji spółki publicznej*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2016, t. 21, nr 1.

- Lichosik A., *Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego — zagadnienia wybrane*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2015, t. 19, nr 1.
- Lichosik A., *Zasada administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym*, w: *Zasady w prawie administracyjnym. Teoria, praktyka, orzecznictwo*, red. Z. Duniewska, M. Stahl, A. Krakąta, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018.
- Lichosik A., *Zastaw na instrumentach finansowych*, w: *Zabezpieczenia wierzytelności w prawie polskim w 20-lecie przywrócenia instytucji zastawu rejestrowego*, red. A. Jakubecki, J. Mojak, J. Widło, Innovatio Press, Lublin 2017.
- Lichosik A., Blicharz R., *Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych*, w: *O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*, red. A. Bielska-Brodziak, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015.
- Lichosik A., Blicharz R., *Prawo rynku kapitałowego*, w: *Publiczne prawo gospodarcze. Zarys wykładu*, red. R. Blicharz, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017.
- Litwińska-Werner M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007.
- Logika dla prawników*, red. A. Malinowski, LexisNexis, Warszawa 2014.
- Łaszczyca G., *Milczenie organu w świetle kodeksu postępowania administracyjnego*, „Państwo i Prawo” 1999, z. 1.
- Łaszczyca G., *Postanowienie administracyjne w ogólnym postępowaniu administracyjnym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Machnikowski P., w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. E. Gniewek, P. Machnikowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Magnuszewski A., *Umowa zbycia udziału w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1995, nr 3.
- Majczak P., *Refleksje na temat kodeksowej regulacji kar administracyjnych*, „Ius Novum” 2020, nr 1.
- Majewska A., *Zakres obowiązywania zasad ogólnych postępowania administracyjnego*, „Studia Iuridica Lublinensia” 2016, vol. 4.
- Makowski R., *Umowa zastawu w związku z wykonywaniem prawa głosu przez zastawnika udziału*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 11.
- Makowski R., *Zastaw finansowy na akcjach*, Wolters Kluwer, Warszawa 2020.
- Malec A., *Zarys teorii definicji prawniczej*, Philomath, Warszawa 2000.
- Mariański M., *Rynek finansowy jako miejsce przenikania się norm prawa prywatnego i prawa publicznego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, t. 100.
- Mataczyński M., *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Mataczyński M., *Możliwość ustalenia przez spółkę nieistnienia prawa do wykonywania prawa głosu przez akcjonariusza*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 10.
- Mataczyński M., *Spółki kapitałowe — wezwanie do nabywania akcji spółki publicznej — powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia — powództwo o ustalenie — bezskuteczność wykonywania głosów z posiadanych akcji. Głosa do wyroku SN z dnia 17 października 2007 r., II CSK 248/07*, „Orzecznictwo Sądów Polskich” 2009, nr 7—8.

- Mataczyński M., *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.
- Mataczyński M., w: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Mazurek R., *Zastaw na jednostkach uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2006, nr 1.
- Michaldo W., *Ograniczenia zbywalności akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 7.
- Michalski M., *Akcje nieme według prawa polskiego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 7.
- Michalski M., *Dopuszczalność rozszczepiania uprawnień udziałowych z akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 5.
- Michalski M., *Instytucjonalne uczestnictwo na rynku kapitałowym w aspekcie działalności funduszy inwestycyjnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1995, nr 10.
- Michalski M., *Kilka uwag w sprawie zastawu finansowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 12.
- Michalski M., *Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną*, Zakamycze, Kraków 2004.
- Michalski M., *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 1.
- Michalski M., *Ograniczenia w wykonywaniu uprawnień przysługujących akcjonariuszowi z akcji*, „Prawo Spółek” 2000, nr 7—8.
- Michalski M., *Ograniczenia zbywalności akcji a dopuszczenie do giełdowego obrotu papierami wartościowymi*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1995, nr 1.
- Michalski M., *Pojęcie i charakter prawny giełdy papierów wartościowych*, „Monitor Podatkowy” 1995, nr 2.
- Michalski M., *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1998, nr 4.
- Michalski M., *Porozumienia w spółkach publicznych a obowiązki z tytułu nabywania znacznych pakietów akcji*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 6.
- Michalski M., *Pośrednie nabycie akcji spółki w świetle ustawy o ofercie publicznej a regulacja pośredniego nabycia akcji przewidziana w KSH*, „Monitor Prawniczy” 2012, nr 5.
- Michalski M., *Powiązania kapitałowe a problematyka koncentracji bankowych spółek akcyjnych*, „Glosa” 2003, nr 10.
- Michalski M., *Powszechna dematerializacja akcji, czyli między zabiegiem technicznym a rewolucją cyfrową*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 2.
- Michalski M., w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Michalski M., *Reżim legitymacyjny w spółce akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 2.
- Michalski M., w: *Spółka akcyjna*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
- Michalski M., *Tajemnice: giełdowa, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, giełdy towarowej, ubezpieczeniowa (cz. III)*, „Monitor Podatkowy” 2015, nr 10.

- Michalski M., w: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, red. M. Michalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Michalski M., *Zasada anonimowości obrotu*, „Rzeczpospolita PCD” 1996, nr 9.
- Michalski M., *Zastaw na papierach wartościowych w obrocie tradycyjnym oraz na papierach dopuszczonych do publicznego obrotu*, „Prawo Spółek” 2000, nr 1.
- Michalski M., Sobolewski L., *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999.
- Michalski M., Zdzieborski R.R., *Ustawa o niektórych zabezpieczeniach finansowych. Komentarz*, Twigger, Warszawa 2005.
- Michór A., *Komentarz do niektórych przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*, LEX/el.2010, komentarz do art. 108, nb. 2.
- Michór A., *Odpowiedzialność administracyjna w obrocie instrumentami finansowymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009.
- Michór A., *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.
- Mikuła A., Piotrowska A., *Wyłączenie i ograniczenie prawa głosu w spółce akcyjnej*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2003, nr 6.
- Modliński E., *Pojęcie interesu publicznego w prawie administracyjnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1932.
- Mojak J., Widło J., *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2004.
- Morawski L., *Teoria prawodawcy racjonalnego a postmodernizm*, „Państwo i Prawo” 2000, z. 1.
- Mroczkowski R., *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Mroczkowski R., *Rola depozytariusza w systemie nadzoru nad rynkiem usług funduszy inwestycyjnych w Polsce*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 1.
- Mroczkowski R., w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, red. R. Mroczkowski, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
- Mroczkowski R., *Współczesne modele funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego inwestowania*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2005, nr 2.
- Nadolska A., *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2014.
- Nałęcz A., *Zasada proporcjonalności jako zasada ogólna postępowania administracyjnego*, w: *Przeгляд dyscyplin badawczych pokrewnych nauce prawa i postępowania administracyjnego. Zjazd Katedr Prawa i Postępowania Administracyjnego. Kazimierz Dolny nad Wisłą, 19—22 września 2010*, red. M. Domagała, J. Izdebski, T. Stanisławski, S. Wrzosek, Wydawnictwo KUL, Lublin 2010.
- Naworski J.P., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. 3, tytuł 3: *Spółki kapitałowe*, red. R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, LexisNexis, Warszawa, 2003.
- Naworski J.P., w: *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, t. 1: *Spółka akcyjna i przepisy karne*, red. R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, LexisNexis, Warszawa 2003.

- Nestoruk I.B., *Nazwy prawnie zastrzeżone w działalności prowadzonej na rynku finansowym — z problematyki ochrony oznaczeń przedsiębiorstwa*, cz. 1, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2015, nr 1.
- Nieborak T., w: *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.
- Nieborak T., w: *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, red. T. Nieborak, T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Niezbecka E., Mojak J., *Ustawa o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów. Komentarz*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin 1997.
- Nita-Jagielski G., *Tendencje europejskie w zakresie regulacji grup spółek (koncernów)*, w: *Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, red. J. Kruczałak-Jankowska, LexisNexis, Warszawa 2013.
- Nowak H., *Ramy prawne zaufania do organów administracji publicznej w gospodarce przestrzennej*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2017, nr 5.
- Okolski J., Opalski A., *Porozumienia akcjonariuszy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 2.
- Oleszczuk K., Zeuschner A., *Umowy inwestycyjne w świetle porozumień dotyczących nabywania akcji*, dodatek do: „Monitor Prawniczy” 2017, nr 19.
- Opalski A., w: *Kodeks spółek handlowych, t. 2a: Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Komentarz. Art. 151—226*, red. A. Opalski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018.
- Opalski A., *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 2008, z. 2.
- Opalski A., *Pojęcie spółki dominującej i zależnej w KSH — zagadnienia wybrane*, „Monitor Prawa Handlowego” 2012, nr 3.
- Opalski A., *Prawa i obowiązki akcjonariuszy*, w: *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.
- Opalski A., *Prawo zgrupowań spółek*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Opalski A., *Prosta spółka akcyjna — nowy typ spółki handlowej (część II)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 12.
- Opalski A., *Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2011, nr 8.
- Opalski A., *Transakcje między podmiotami powiązаныmi w prawie spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2012, nr 11.
- Oplustil K., *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, „Przegląd Legislacyjny” 2005, nr 3—4.
- Oplustil K., *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.
- Oplustil K., Sas M., *Działanie w porozumieniu (acting in concert) a wykonywanie praw korporacyjnych w spółkach publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 5.
- Osajda K., *Pośrednie nabycie akcji a kwestia ceny minimalnej akcji w przypadku wezwań wynikającej z art. 79 ust. 2 pkt I u.o.p.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 1.
- Pabis R., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. Z. Jara, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.

- Pawełczyk M., *Charakter prawny umowy o subemisję*, „Rejent” 2002, nr 11.
- Pawełczyk M., *Nabywanie znacznych pakietów akcji przez subemitenta*, „Prawo Spółek” 2003, nr 1.
- Pawełczyk M., *Treść umowy subemisyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 8.
- Pec M.O., *Rola zarządu spółki publicznej w trakcie wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w świetle unijnej Trzynastej Dyrektywy i prawa amerykańskiego — kilka uwag prawnoporównawczych*, „Studia Iuridica” 2011, nr 53, s. 186—188.
- Pęczyk-Tofel A., Tofel M.S., *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 1)*, „Prawo Spółek” 2010, nr 3.
- Pęczyk-Tofel A., Tofel M.S., *Obrót znacznymi pakietami akcji na gruncie ustawy o ofercie publicznej (cz. 2)*, „Prawo Spółek” 2010, nr 4.
- Pęczyk-Tofel A., Tofel M.S., *Wykonywanie prawa głosu i zaskarżanie uchwał walnego zgromadzenia*, „Prawo Spółek” 2009, nr 10.
- Piecha J., w: *Kodeks postępowania administracyjnego*, red. R. Hauser, M. Wierzbowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020.
- Piniór P., w: *Kodeks spółek handlowych*, red. J. Strzępka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015.
- Piniór P., *Obowiązek wykonania uchwały sprzecznej z prawem*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 9.
- Piotrowska A., *Publicznoprawne ograniczenia umów o nabycie/zbycie akcji instytucji finansowych*, w: *Ustawowe ograniczenia swobody umów. Zagadnienia wybrane*, red. B. Gnela, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Pisuliński J., *Zabezpieczenia finansowe w systemie prawa cywilnego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 6.
- Popiołek W., *Akcja — prawo podmiotowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Popiołek W., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.
- Popiołek W., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. J.A. Strzępka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015.
- Popiołek W., *Nieważność uchwały zgromadzenia wspólników zawierającej zgodę na zbycie udziałów*, „Glosa” 2007, nr 3.
- Popiołek W., *Podmiotowy zakres zastosowania art. 6 Kodeksu spółek handlowych*, „Prawo Spółek” 2001, nr 7—8.
- Popiołek W., w: *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004.
- Popiołek W., *Prawo właściwe dla przeniesienia akcji poza obrotem regulowanym*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 11.
- Potrzeszcz R., Siemiątkowski T., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, tytuł 3, red. R. Potrzeszcz, T. Siemiątkowski, LexisNexis, Warszawa 2011.
- Powałowski A., *Wprowadzenie do akcjologii prawa gospodarczego publicznego*, w: *Państwo a przedsiębiorca. Aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019.

- Prager I., *Doradcy inwestorów do spraw głosowania (proxy advisors)*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Przybyłek J., *Metody ustalania ceny w wezwaniu sposobem na ochronę akcjonariuszy mniejszościowych*, „Monitor Prawa Handlowego” 2020, nr 1.
- Przybysz P., *Egzekucja administracyjna, ABC*, Warszawa 1999.
- Przybysz P., *Refleksje o kontroli administracji przez sądy*, w: *Współczesne zagadnienia prawa i procedury administracyjnej. Księga jubileuszowa dedykowana prof. zw. dr. hab. Jackowi Langowi*, red. J. Jagielski, E. Stefańska, M. Wierzbowski, A. Wiktorowska, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009.
- Puchalski A., *Funkcje i konstrukcja prawna wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej w prawie polskim i europejskim*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.
- Pyziół W., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. W. Pyziół, LexisNexis, Warszawa 2008.
- Rachwał A., w: *Prawo spółek handlowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007.
- Rabska T., *Działania administracji publicznej w świetle współczesnej koncepcji publicznego prawa gospodarczego*, w: *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, K. Kokocińska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2009.
- Rabska T., *Jakie prawo gospodarcze? Próba odpowiedzi*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1993, z. 1.
- Rabska T., *Refleksje nad nauką publicznego prawa gospodarczego*, „Roczniki Nauk Prawnych” 2011, t. 21, nr 1.
- Rataj A., *Umowy wspólników (akcjonariuszy) spółek kapitałowych*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 1.
- Regucki T., *Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018.
- Regucki T., *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji — uwagi na podstawie analizy struktury własności polskich spółek giełdowych*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2012, nr 3.
- Rejman G., *Zagadnienie tajemnicy zawodowej w świetle ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*, „Przegląd Prawa Giełdowego” 1995, nr 10.
- Rodzinkiewicz M., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018.
- Romanowski M., *Dopuszczalność niejednolitego głosowania z posiadanych akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 6.
- Romanowski M., *Nabywanie akcji w trybie publicznego wezwania*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 11.
- Romanowski M., *Pojęcie spółki dominującej w Kodeksie spółek handlowych*, „Państwo i Prawo” 2004, z. 5.

- Romanowski M., *Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1.
- Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003.
- Romanowski M., w: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Romanowski M., *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2000.
- Romanowski M., *Umowa zlecenia maklerskiego*, w: *Prawo zobowiązań — umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Romanowski M., *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 3.
- Romanowski M., *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1999, z. 10.
- Romanowski M., *Zlecenie maklerskie a umowy pokrewne*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 1.
- Róg-Dyrda J., *Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018.
- Rudnicki S., Śliwa M., *Ustawa o ofercie publicznej*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Rykowski R., *Zasady rozporządzania akcjami w kodeksie spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2001, nr 5.
- Sikorski P., *Pozycja prawna użytkownika oraz zastawnika akcji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 4.
- Siwiec K., *Zastaw ustawowy na rzeczach wniesionych przez najemców do lokali komercyjnych — wybrane zagadnienia*, „Nieruchomości” 2013, nr 3.
- Skoczylas A., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Skorek B., *Użytkowanie akcji, cz. I*, „Prawo Spółek” 2004, nr 6.
- Skorek B., *Użytkowanie akcji, cz. II*, „Prawo Spółek” 2004, nr 7—8.
- Skorek B., *Zastaw rejestrowy na akcji, cz. 1*, „Przegląd Ustawodawca Gospodarczego” 2003, nr 4.
- Słownik języka polskiego*, t. 3, red. M. Bańko, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Słownik języka polskiego*, t. 4, red. M. Bańko, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Słownik języka polskiego*, t. 4, red. A. Kryński, W. Niedźwiedzki, Nakładem prenumeratorów i kasy im. Mianowskiego, Warszawa 1908.
- Słownik języka polskiego, a-poc*, red. L. Drabik, E. Sobol, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

- Słownik języka polskiego PWN, [t. 2] L—P, red. M. Szymczak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Sobol E., *Nowy słownik języka polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Sobol E., *Nowy słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Sobol E., *Popularny słownik języka polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Socha I., *Zakres zakazu głosowania w spółce publicznej w razie naruszenia obowiązków informacyjnych*, „Przegląd Sądowy” 2020, nr 2.
- Sokal P., *Obowiązki spółek publicznych oraz akcjonariuszy w związku z nabyciem znacznych pakietów akcji*, „Prawo Spółek” 2006, nr 12.
- Sokal P., *Zastaw zwykły i rejestrowy na akcjach*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Sołtysiński S., *Nieważne i wzruszalne uchwały zgromadzeń spółek kapitałowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 1.
- Sołtysiński S., *Osobiste uprawnienia udziałowców w spółkach kapitałowych. Przyczynek do analizy art. 159 i 354 k.s.h.*, w: A. Całus et al.: *Studia z prawa prywatnego gospodarczego. Księga pamiątkowa ku czci profesora Ireneusza Weissa*, Zakamycze, Kraków 2003.
- Sołtysiński S., *Zgrupowania spółek. Zarys problematyki*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1993, z. 3.
- Sołtysiński S., Mataczyński M., w: S. Sołtysiński et al., *Kodeks spółek handlowych*, t. 3: *Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301—490*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Sopoćko A., *Giełda papierów wartościowych*, AWiM Mediabank, Warszawa 1993.
- Sójka T., *Nabywanie akcji własnych w celu umorzenia*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2002, z. 3.
- Sójka T., *Obrót akcjami prostej spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 1.
- Sójka T., w: *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015.
- Sójka T., w: *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Sójka T., *Zapobiegawcze mechanizmy obrony przed przejęciem spółki w prawie polskim*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2017, nr 11.
- Spyra M., w: *Prawo spółek handlowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007.
- Spyra T., *Ustawa o niektórych zabezpieczeniach finansowych w świetle dyrektywy 2002/47/WE*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2005, nr 1.
- Sroka I., Wajda P., *Przesłanki wymiaru sankcji administracyjnych w reżimie ustawy o ofercie publicznej — analiza praktyczna, cz. I*, „Monitor Prawa Bankowego” 2020, nr 10.
- Sroka I., Wajda P., *Przesłanki wymiaru sankcji administracyjnych w reżimie ustawy o ofercie publicznej — analiza praktyczna, cz. II*, „Monitor Prawa Bankowego” 2020, nr 11.
- Stahl M., *Dobro wspólne w prawie administracyjnym*, w: *Nowe problemy badawcze w teorii prawa administracyjnego*, red. J. Boć, A. Chajbowicz, Kolonia Limited, Wrocław 2009.

- Stangret-Smoczyńska A., *Charakter prawny zastawu finansowego*, „Państwo i Prawo” 2010, z. 1.
- Stanik M., *Zasada przejrzystości stosunków korporacyjnych w polskim prawie grup spółek*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017.
- Stankiewicz R., w: *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, A. Wiktorowska, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Staranowicz T., *Regulacja prawna holdingu w Kodeksie spółek handlowych*, „Radca Prawny” 2003, nr 6.
- Staszak M., *Ustalanie kursów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie: ćwiczenia*, Wydawnictwo „Inwestycje Giełdowe”, Poznań 1995.
- Stecki L., *Holding*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 1999.
- Stefanicki R., *Prawo grup spółek — wybrane zagadnienia*, w: *Kodeks spółek handlowych po dziesięciu latach*, red. J. Frąckowiak, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2013.
- Strzelczyk K., w: *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, tytuł 3: *Spółki kapitałowe*, red. T. Siemiątkowski, R. Potrzeszcz, LexisNexis, Warszawa 2011.
- Strzyczkowski K., *Prawo gospodarcze publiczne*, LexisNexis, Warszawa 2011.
- Suliński G., w: M. Bieniak et al., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020, kom. do art. 4.
- Suliński G., *Skutki naruszenia umownego (statutowego) ograniczenia rozporządzania udziałami lub akcjami*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 8.
- Susz-Kramarska A., *Koncern jako źródło zagrożenia egzystencji spółki zależnej*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 1.
- Sutton W., *The Currency Options Handbook*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.
- Szajkowski A., Tarska M., w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*, t. 3: *Komentarz do artykułów 301—458*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2008.
- Szajkowski A., Tarska M., *Prawo spółek handlowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.
- Szczepaniak R., *Charakter prawny holdingu. Glosa do orzeczenia Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z 29 października 2009 r. w sprawie Skatteverket v AB SKF*, „Prawo Spółek” 2010, nr 4.
- Szczurowski T., *Charakter prawny wyroku stwierdzającego nieważność uchwały zgromadzenia spółki kapitałowej*, „Monitor Prawniczy” 2014, nr 16.
- Szczurowski T., *Reżim obrotu niezdematerializowanymi akcjami na okaziciela*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 9.
- Szelenbaum P.M., *Działanie w porozumieniu w spółce publicznej*, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 4.
- Szewczyk J., *Progowe obowiązki notyfikacyjne*, „Monitor Prawniczy” 2020, nr 9.
- Szewczyk J., *Raportowanie znacznych pakietów głosów w grupie kapitałowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 11.

- Szewczyk M., *Nadzór w materialnym prawie administracyjnym. Administracja wobec wolności i innych praw podmiotowych jednostki*, Zachodnie Centrum Organizacji, Poznań 1996.
- Szłęczak A.S., *Kilka uwag o ograniczeniach w rozporządzaniu udziałami/akcjami*, „Prawo Spółek” 2011, nr 10.
- Szpunar A., *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, „Państwo i Prawo” 1991, z. 2.
- Szumański A., *Informacje przekazywane przez inwestorów*, w: *Prawo spółek handlowych*, red. A. Szumański, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Szumański A., w: S. Sołtysiński et al., *Kodeks spółek handlowych, t. 1: Przepisy ogólne. Spółki osobowe. Komentarz do artykułów 1—150*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001.
- Szumański A., *Ograniczona regulacja prawa holdingowego (prawa grup spółek) w Kodeksie spółek handlowych*, „Państwo i Prawo” 2001, z. 3.
- Szumański A., *Ograniczona wolność umów w prawie spółek handlowych*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 1999, nr 2.
- Szumański A., *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek (zagadnienia pojęciowe)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 8.
- Szumański A., *Spór wokół roli interesu grupy spółek i jego relacji w szczególności do interesu własnego spółki uczestniczącej w grupie*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 5.
- Szumański A., *Zgromadzenie wspólników*, w: *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Szwaja J., w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych, t. 3: Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301—490*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Szymański M., *Charakter terminów dotyczących obowiązków informacyjnych określonych w art. 56 i art. 69 ustawy o ofercie publicznej oraz wynikające z tego konsekwencje*, „Monitor Prawa Handlowego” 2015, nr 2.
- Szymański R.F., *Naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 6.
- Szymański R.F., *Wina jako kryterium oceny naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych na potrzeby zastosowania sankcji z art. 89 u.o.p.*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2020, nr 8.
- Śliwa M., Wajda P., *Zasada prawdy obiektywnej (art. 7 k.p.a.) i ciężar dowodu w postępowaniach administracyjnych prowadzonych przez KNF*, „Monitor Prawa Bankowego” 2014, nr 5.
- Targosz T., *Artykuł 7 k.s.h. — czy rzeczywiście załączek regulacji prawa holdingowego?* „Rejent” 2003, nr 1.
- Tobor Z., *W poszukiwaniu intencji prawodawcy*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013.
- Tofel M.S., *Nieważność uchwał na gruncie art. 252 § 1 KSH i art. 425 § 1 KSH*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 6.
- Tofel S., *Wpływ głosów nieważnych na ważność i istnienie uchwały — uwagi na tle art. 89 ustawy o ofercie publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, nr 11.

- Trybka W., *Zwolnienie z egzekucji określonych składników majątkowych w administracyjnym postępowaniu egzekucyjnym*, „Państwo i Prawo” 2015, nr 10.
- Uniwersalny słownik języka polskiego PWN*, t. 2, red. S. Dubisz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Uniwersalny słownik języka polskiego PWN*, t. 3, red. S. Dubisz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Wajda D., *Obowiązek lojalności w spółkach handlowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Wajda P., *Charakter administracyjnej odpowiedzialności ad personam z tytułu naruszenia obowiązków informacyjnych spółki publicznej*, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 2.
- Wajda P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011.
- Wajda P., *Nadzór wstępny nad inwestorami instytucjonalnymi w obrębie polskiego rynku giełdowego (część I)*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2011, nr 9.
- Wajda P., *Nadzór wstępny nad inwestorami instytucjonalnymi w obrębie polskiego rynku giełdowego (część II)*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2011, nr 10.
- Wajda P., w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Wajda P., w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018.
- Wajda P., *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Wajda P., *Rynki finansowe jako przedmiot szczególnego zainteresowania prawodawcy*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2011, nr 7—8.
- Wajda P., *Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 3.
- Wędrychowski M., *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018.
- Widło J., *Zastaw rejestrowy na prawach*, LexisNexis, Warszawa 2008.
- Wierzbowski E., *Międzynarodowy obrót prawny w sprawach cywilnych*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1971.
- Wierzbowski M., *Nowelizacja prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Sądowy” 1994, nr 9.
- Wierzbowski M., w: R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, ABC, Warszawa 2002.
- Wierzbowski M., *Zależności oraz porozumienia akcjonariuszy w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 5.
- Wierzbowski M., Dyl M., *Znaczne pakiety akcji spółek publicznych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2002.
- Wierzbowski M., Wajda P., w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.

- Wiśniewski A.W., *Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny*, t. 1: *Wiadomości ogólne — spółka cywilna*, Twigger, Warszawa 1998.
- Wiśniewski A.W., *Wybrane problemy tak zwanej gwarancji emisji*, „Glosa” 1995, nr 12.
- Włodyka S., *Pojęcie holdingu w prawie polskim*, w: *Księga pamiątkowa ku czci Profesora Leopolda Steckiego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 1997.
- Włodyka S., *Prawo koncernowe*, w: *Prawo spółek handlowych*, red. S. Włodyka, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Włodyka S., *Strategiczne umowy przedsiębiorców*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2000.
- Wojciechowski R., w: *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, t. 1: *Art. 1—157*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018.
- Wojtczak S., *Wpływ konceptu „racjonalnego prawodawcy” na polską kulturę prawną*, w: *Wielowymiarowość prawa*, red. J. Czapska, M. Dudek, M. Stępień, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2014.
- Wosiak K., *Nabycie akcji zarejestrowanych w rejestrze akcjonariuszy w dobrej wierze*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2021, nr 5.
- Woźniak R., *Wpływ sankcyjnego pozbawienia prawa głosu określonego w art. 89 ustawy o ofercie publicznej na uprawnienia korporacyjne akcjonariusza spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 10.
- Woźniak R., Pawłowski M., *Wezwanie na zamianę akcji*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2017, nr 1.
- Woźniak R., *Zasady ustalania ceny w przymusowym wykupie w przypadku spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2014, nr 7.
- Wójtowicz T., *Intraday event study. The impact of US macroeconomic news on WIG20*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 295.
- Wronkowska S., *Prawodawca racjonalny jako wzór dla prawodawcy faktycznego*, w: *Szkice z teorii prawa i szczegółowych nauk prawnych*, red. S. Wronkowska, M. Zieliński, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 1990.
- Wronkowska S., Zieliński M., *O korespondencji dyrektyw redagowania i interpretowania tekstu prawnego*, „Studia Prawnicze” 1985, nr 3—4.
- Wronkowska S., Zieliński M., w: S. Wronkowska, M. Zieliński, *Problemy i zasady redagowania tekstów prawnych*, Urząd Rady Ministrów, Warszawa 1993.
- Wróbel A., *Interes publiczny w postępowaniu administracyjnym*, w: *Administracja publiczna u progu XXI wieku. Prace dedykowane prof. zw. dr. hab. Janowi Szreniawskiemu z okazji jubileuszu 45-lecia pracy naukowej*, red. Z. Niewiadomski et al., Wyższa Szkoła Administracji i Zarządzania, Przemysł 2000.
- Wróbel A., w: A. Wróbel, M. Jaśkowska, *Kodeks postępowania administracyjnego. Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
- Zacharzewski K., *Prawo giełdowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Zacharzewski K., *Umowa sprzedaży zdematerializowanych instrumentów finansowych jako prawna podstawa przysporzenia*, w: *Prawo instrumentów finansowych*, red. M. Stec, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.

- Zawadzka P., *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny w prawie polskim*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 1.
- Zawadzka P., *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Zbiegień-Turzańska A., *Sankcje wadliwych uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych o spółdzielni*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Zgółkowa H., *Praktyczny słownik współczesnej polszczyzny*, t. 26, Kurpisz, Poznań 2000.
- Zieliński A., *Efektywność sądowej ochrony wolności i praw jednostki w Polsce*, w: *Prawo handlowe XXI wieku. Czas stabilizacji, ewolucji czy rewolucji. Księga jubileuszowa profesora Józefa Okolskiego*, red. M. Modrzejewska, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010.
- Zieliński M., *Wykładowia prawa. Zasady, reguły, wskazówki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2006.
- Zieliński M., *Wyznaczniki reguł wykładni prawa*, „Ruch Prawniczy Ekonomiczny i Socjologiczny” 1998, z. 3—4.
- Ziemiński Z., *Logika praktyczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Ziemiński Z., *Logika praktyczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Ziemiński Z., *Logika praktyczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.
- Ziemski K.M., *Indywidualny akt administracyjny jako forma prawna działania administracji*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 2005.
- Ziemski K.M., *Indywidualny akt administracyjny — jego istota*, w: *Prawne formy działania administracji*, red. R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Zięty J., *Projekt zmian w zakresie prawa grup spółek (próba oceny)*, „Państwo i Prawo” 2010, z. 3.
- Zirk-Sadowski M., *Konstrukcja racjonalnego prawodawcy a kompetencja komunikacyjna*, w: *Szkice z teorii prawa i szczegółowych nauk prawnych*, red. S. Wronkowska, M. Zieliński, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 1990.
- Zwolińska-Doboszyńska A., *Sekurytyzacja wiarytelności z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych na tle innych uregulowań dotyczących sekurytyzacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 2.
- Żurawik A., „*Interes publiczny*”, „*interes społeczny*” i „*interes społecznie uzasadniony*”. *Próba dookreślenia pojęć*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2013, z. 2.
- Żurawik A., *Klauzula interesu publicznego w prawie gospodarczym krajowym i unijnym*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2012, nr 12.
- Żurawik A., *Zasada wolności działalności gospodarczej i jej ograniczenia*, w: *Publiczne prawo gospodarcze*, red. R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013.

Orzecznictwo

- Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt: P 25/02, LEX nr 155536.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 grudnia 1973 r., sygn. akt: I CR 686/73, OSPiKA 1975, nr 5, poz. 102.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2005 r., sygn. akt: III CK 296/04, LEX nr 150283.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 10 czerwca 2005 r., sygn. akt: II CK 715/04, LEX nr 157004.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 17 października 2007 r., sygn. akt: II CSK 248/07, Legalis nr 97626.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 12 grudnia 2008 r., sygn. akt: II CSK 278/08, LEX nr 520012.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 5 września 2012 r., sygn. akt: IV CSK 589/11, Legalis nr 551909.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 6 lutego 2013 r., sygn. akt: V CSK 147/12, LEX nr 1331374.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 września 2016 r., sygn. akt: IV CSK 748/15, Legalis nr 1544287.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 lipca 2019 r., sygn. akt: I CSK 587/17, LEX nr 2727474.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 lipca 2020 r., sygn. akt: V CSK 495/18, LEX nr 3066813.
- Uchwała Sądu Najwyższego składu siedmiu sędziów z dnia 1 marca 2007 r., sygn. akt: III CZP 94/06, LEX nr 231007.
- Uchwała Sądu Najwyższego składu siedmiu sędziów z dnia 18 września 2013 r., sygn. akt: III CZP 13/13, LEX nr 1363174.
- Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 16 marca 2007 r., III CSK 380/06, LEX nr 457689.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 15 stycznia 1998 r., sygn. akt: II SA 1178/97, LEX nr 41410.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 14 grudnia 2000 r., sygn. akt: FSA 2/00, LEX nr 1684501.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 7 grudnia 2001 r., sygn. akt: III SA 2067/00, Legalis nr 56484.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 23 kwietnia 2002 r., sygn. akt: I SA 2453/00, LEX nr 81713.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 11 marca 2003 r., sygn. akt: I SA/Bd 164/03, LEX nr 80898.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 28 kwietnia 2003 r., sygn. akt: II SA 3953/01, LEX nr 157739.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 17 lipca 2003 r., sygn. akt: SA/Bd 1271/03, LEX nr 109729.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 14 stycznia 2005 r., sygn. akt: FSK 1218/04, Legalis nr 66611.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 20 grudnia 2007 r., sygn. akt: II GSK 203/07, LEX nr 484696.

- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 18 grudnia 2008 r., sygn. akt: II GSK 526/08, LEX nr 522422.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 11 lutego 2009 r., sygn. akt: II GSK 763/08, Legalis nr 181443.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 27 maja 2009 r., sygn. akt: II GSK 972/08, Legalis nr 326345.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 17 marca 2010 r., sygn. akt: II GSK 480/09, Legalis nr 283437.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 21 lipca 2010 r., sygn. akt: II GSK 704/09, LEX nr 694421.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 6 lutego 2013 r., sygn. akt: II GSK 2075/11, Legalis nr 645790.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 17 września 2013 r., sygn. akt: II GSK 767/12, LEX nr 1370492.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 8 maja 2014 r., sygn. akt: II GSK 147/13, Legalis nr 1161323.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 11 lipca 2014 r., sygn. akt: II OSK 299/13, Legalis nr 1043411.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 15 kwietnia 2015, sygn. akt: II GSK 450/14, Legalis nr 1311048.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 20 października 2015 r., sygn. akt: II OSK 957/15, Legalis nr 1362894.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 12 grudnia 2016 r., sygn. akt: II GSK 1924/15, LEX nr 270790.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 26 września 2017 r., sygn. akt: II GSK 3595/15, LEX nr 2412710.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 24 listopada 2017 r., sygn. akt: II GSK 266/16, Legalis nr 1726293.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 20 września 2019 r., sygn. akt: II GSK 2372/17, Legalis nr 2233612.
- Uchwała składu siedmiu sędziów Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 25 lutego 2002 r., sygn. akt: FPS 13/01, Legalis nr 52773.
- Uchwała składu pięciu sędziów Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 29 listopada 1999 r., sygn. akt: FPK 3/99, Legalis nr 46305.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 12 maja 2010 r., sygn. akt: VI ACa 983/09, LEX nr 832557.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Białymstoku z dnia 28 maja 2014 r., sygn. akt: I ACa 3/14, Legalis nr 992490.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 26 kwietnia 2017 r., sygn. akt: I ACa 142/16, Legalis nr 1713181.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie z dnia 19 września 2018 r., sygn. akt: I AGa 290/18, Legalis nr 1857630.

Postanowienie Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 22 stycznia 2015 r., sygn. akt: XX GC 1189/14, Legalis nr 1249457.

Wyrok Sądu Rejonowego Wrocław Śródmieście we Wrocławiu z dnia 9 października 2018 r., sygn. akt: VIII C 16/18, Legalis nr 1922983.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 stycznia 2006 r., sygn. akt: VII SA/Wa 1031/05, LEX nr 220797.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 6 grudnia 2006 r., sygn. akt: III SA/Wa 2385/06, LEX nr 328511.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 17 stycznia 2007 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1663/06, Legalis nr 272575.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 22 czerwca 2007 r., sygn. akt: VI SA/Wa 688/07, Legalis nr 273933.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 13 września 2007 r., sygn. akt: IV SA/Wa 2413/06, LEX nr 401729.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 14 kwietnia 2008 r., sygn. akt: VI SA/Wa 92/08, LEX nr 513885.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 10 czerwca 2008 r., sygn. akt: VI SA/Wa 541/08, Legalis nr 260462.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 18 grudnia 2008 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1754/08, Legalis nr 261591.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 17 marca 2009 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1716/08, Legalis nr 237576.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 28 maja 2009 r., sygn. akt: VI SA/Wa 425/09, Legalis nr 227853.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 grudnia 2010 r., sygn. akt: VI SA/Wa 2016/10, LEX nr 1277163.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 8 lutego 2011 r., sygn. akt: VI SA/Wa 2421/10, Legalis nr 360332.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 20 czerwca 2013 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1102/13, Legalis nr 791126.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 24 października 2013 r., VI SA/Wa 1057/13, Legalis nr 1300550.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Krakowie z dnia 30 stycznia 2015 r., sygn. akt: II SA/Kr 1626/14, Legalis nr 1197659.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 2 października 2015 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1394/15, Legalis nr 1363352.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Krakowie z dnia 26 stycznia 2016 r., sygn. akt: II SA/Kr 997/15, Legalis nr 1433718.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Olsztynie z dnia 1 marca 2016 r., sygn. akt: II SA/Ol 1408/15, Legalis nr 1434878.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 7 czerwca 2016 r., sygn. akt: VI SA/Wa 706/14, LEX nr 2097743.

- Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 27 lutego 2018 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1867/17, LEX nr 2745143.
- Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 26 września 2018 r., sygn. akt: VI SA/Wa 958/18, Legalis nr 1867768.
- Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 7 grudnia 2018 r., sygn. akt: VI SA/Wa 1482/18, LEX nr 2638794.
- Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 27 lutego 2020 r., sygn. akt: VI SA/Wa 884/19, Legalis nr 2420384.

Decyzje administracyjne

- Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 lutego 2019 r., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 4, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_16_07_2021 (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 26 marca 2019 r., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 8, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_16_07_2021.pdf (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 11 czerwca 2019 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_11_06_2019_66126.pdf (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 23 lipca 2019 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_23_07_2019_66627.pdf (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzje Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 5 listopada 2019 r., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 46—49, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_16_07_2021.pdf (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 3 grudnia 2019 r., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2019 r., poz. 60, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2019_16_07_2021.pdf (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 października 2020 r., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2020 r., poz. 26, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2020_01_06_2021_73872.pdf (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzja Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 października 2020 r., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2020 r., poz. 24, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2020_01_06_2021_73872.pdf (dostęp: 4.05.2021).
- Decyzje Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 października 2020 r., w: Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w 2020 r., poz. 22 i 23, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/kary_KNF_2020_01_06_2021_73872.pdf (dostęp: 4.05.2021).

Inne źródła

- Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie ograniczeń inwestycyjnych obowiązujących fundusze inwestycyjne z dnia 29 listopada 2017 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Ograniczenia_inwestycyjne_obowiazujacych_fundusze_inwestycyjne%20_60293.pdf (dostęp: 30.10.2020).
- Projekt z dnia 20 lipca 2020 r. ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12336750/12704858/12704859/dokument457841.pdf> (dostęp: 29.11.2020).
- Regulamin GPW S.A. w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. z późn. zm., https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/Regulamin_Gieldy.pdf (dostęp: 2.05.2021).
- Stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego ws. polityki dywidendowej w 2021 r. z dnia 16 grudnia 2020 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_KNF_ws_polityki_dywidendowej_w_2021_r_71933.pdf (dostęp: 3.05.2021).
- Stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego wyrażone w Piśmie KNF z dnia 01 grudnia 2011 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_do_TFI_28593.pdf (dostęp: 30.10.2020).
- Szczegółowe zasady działania KDPW S.A. Tekst ujednolicony obowiązujący od dnia 9 listopada 2020 r., przyjęty uchwałą nr 655/17 Zarządu KDPW z dnia 28 września 2017 r. z późn. zm., http://www.kdpw.pl/pl/Regulacje/Documents/SZDKDPW_09112020.pdf (dostęp: 20.12.2020).
- Szczegółowe zasady obrotu giełdowego w systemie UTP uchwalone Uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych z dnia 17 października 2012 r., https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/SZOG_pl.pdf (dostęp: 11.09.2019).
- Uzasadnienie projektu z dnia 25 czerwca 2010 r. ustawy o zmianie ustawy — Prawo bankowe, ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Druk nr 2875 z dnia 8 marca 2010 r., [http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/o/7C08F84A0636B741C12576E9003CA98E/\\$file/2875.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki6ka.nsf/o/7C08F84A0636B741C12576E9003CA98E/$file/2875.pdf) (dostęp: 20.11.2020).
- Uzasadnienie projektu ustawy — o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, Druk nr 991 z dnia 3 listopada 2016 r., <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/E4F664D8D3564E3BC1258065004DF149/%24File/991.pdf> (dostęp: 2.05.2021).
- Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy — Kodeks postępowania administracyjnego, Druk nr 1183 z dnia 28 grudnia 2016 r., <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=1183> (dostęp: 5.10.2020).
- Uzasadnienie projektu ustawy — o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Druk nr 3541 z dnia 12 czerwca 2019 r., <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/38BFA72164FE8069C125841D00436FE7/%24File/3541.pdf> (dostęp: 5.10.2022).
- Uzasadnienie projektu ustawy — o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz

- o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Druk nr 3755 z dnia 6 sierpnia 2019 r., <https://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/3C95C7B5011A9AB4C1258451004A3BC2/%24File/3755.pdf> (dostęp: 3.04.2021).
- Uzasadnienie projektu z dnia 20 lipca 2020 r. ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12336750/12704858/12704859/dokument457843.pdf> (dostęp: 29.11.2020).
- Uzasadnienie rządowego projektu ustawy — Prawo restrukturyzacyjne, Druk nr 2824 z dnia 9 października 2014 r., <http://sejm.gov.pl/Sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2824m> (dostęp: 2.06.2020).
- Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Druk nr 3970 z 26 kwietnia 2005 r., [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/\\$file/3970.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/$file/3970.pdf) (dostęp: 30.12.2020).
- Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Druk nr 3541 z dnia 12 czerwca 2019 r., <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/o/38BFA72164FE8069C125841D00436FE7/%24File/3541.pdf> (dostęp: 10.06.2020).
- Uzasadnienie ustawy z dnia 7 kwietnia 2017 r. o zmianie ustawy — Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r. poz. 935), <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=1183> (dostęp: 5.10.2020).
- Wytyczne Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w towarzystwach funduszy inwestycyjnych, Warszawa, 16 grudnia 2014 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Wytyczne_IT_TFI_39999.pdf (dostęp: 28.03.2022).
- Zarządzenie Nr 88/2019 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2019 r. w sprawie „Regulaminu korzystania z Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI)”, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Regulamin_korzystania_z_ESPI_66994.pdf (dostęp: 8.05.2021).
- Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych przyjętych przez Komisję Nadzoru Finansowego uchwałą z dnia 22 lipca 2014 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_140904_Zasady_ladu_korporacyjnego_22072014_38575.pdf (dostęp: 3.05.2021).
- Zasady przekazywania informacji bieżących i okresowych w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect i na Catalyst oraz przekazywania przez spółki giełdowe raportów dotyczących stosowania zasad szczegółowych ładu korporacyjnego, Załącznik do Uchwały Nr 646/2011 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 20 maja 2011 r. (z późn. zm.), Załącznik Nr 2 do Uchwały Nr 175/2019 Zarządu Giełdy z dnia 18 marca 2019 r., https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/dobre_praktyki/175_2019_Zalacznik_Nr_2_zasady.pdf (dostęp: 8.05.2021).
- Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu (System UTP) — Załącznik Nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu, <https://newconnect.pl/regulacje-prawne> (dostęp: 12.07.2021).

Akty prawne

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz.Urz. UE L 86 z 24.03.2012, s. 1).
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (Dz.Urz. UE L 83/1 z 22.03.2013).
- 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 648/2012, mającą siedzibę na terytorium innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego (Dz.Urz. UE L 176/1 z 27.06.2013).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylającego 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, z późn. zm., s. 1).
- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz.Urz. UE L 119/1 z 4.05.2016).
- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12).
- Dyrektywa 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniająca dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego (Dz.Urz. UE L 247 z 21.09.2007, s. 1).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, (Dz.Urz. UE L 174/1 z 01.07.2011).
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. z 1997 r. Nr 78 poz. 483 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 18 stycznia 1951 r. o dniach wolnych od pracy (Dz.U. z 1951 r. Nr 4 poz. 28 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (Dz.U. z 1960 r. Nr 30 poz. 168 z późn. zm.).

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964 r. Nr 16 poz. 93 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. — Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 1964 r. Nr 43 poz. 296 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 17 czerwca 1966 r. o postępowaniu egzekucyjnym w administracji (Dz.U. z 1966 r. Nr 24 poz. 151 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 26 czerwca 1974 r. Kodeks pracy (Dz.U. z 1974 r. Nr 24 poz. 141 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 14 lutego 1991 r. Prawo o notariacie (Dz.U. z 1991 r. Nr 22 poz. 91 z późn. zm.).
- Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r. Nr 121 poz. 591 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. z 1996 r. Nr 149 poz. 703 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. — Kodeks karny (Dz.U. z 1997 r. Nr 88 poz. 553 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 1997 r. Nr 118 poz. 754).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. — Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. Nr 140 poz. 939 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 300 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 24 maja 2000 r. o Krajowym Rejestrze Karnym (Dz.U. z 2000 r. Nr 50 poz. 580 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94 poz. 1037 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 2002 r. — Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (Dz.U. z 2002 r. Nr 153 poz. 1270 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 28 października 2002 r. o odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary (Dz.U. z 2002 r. Nr 197 poz. 1661 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (Dz.U. z 2004 r. Nr 91 poz. 871 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2004 r. Nr 146 poz. 1546 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 25 listopada 2004 r. o zawodzie tłumacza przysięgłego (Dz.U. z 2017 r. poz. 1505 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego (Dz.U. z 2005 r. Nr 83 poz. 719 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1537 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1538 z późn. zm.).

- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2005 r. Nr 184 poz. 1539 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2006 r. Nr 157 poz. 1119 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 6 sierpnia 2010 r. o dowodach osobistych (Dz.U. z 2010 r. Nr 167 poz. 1131 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. — Prawo pocztowe (Dz.U. z 2017 r. poz. 1481 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2015 r. poz. 238 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. — Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. z 2015 r. poz. 978 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 25 czerwca 2015 r. Prawo konsularne (Dz.U. z 2015 r. poz. 1274 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2015 r. poz. 1844 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r. poz. 791).
- Ustawa z dnia 7 kwietnia 2017 roku o zmianie ustawy — Kodeks postępowania administracyjnego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2017 r. poz. 935).
- Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz.U. z 2017 r. poz. 1089 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 6 marca 2018 r. o zasadach uczestnictwa przedsiębiorców zagranicznych i innych osób zagranicznych w obrocie gospodarczym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (Dz.U. z 2018 r. poz. 649 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz.U. z 2018 r. poz. 2215 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy — Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2019 r. poz. 1798 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2019 r. poz. 2217 z późn. zm.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. z 2001 r. Nr 149 poz. 1674 z późn. zm.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub o zamiarze stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2010 r. Nr 161 poz. 1083).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 grudnia 2015 r. w sprawie zaświadczeń wydawanych przez organy podatkowe (Dz.U. z 2020 r. poz. 730 t.j.).

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 7 czerwca 2016 r. w sprawie wykazu instrumentów finansowych (Dz.U. z 2016 r. poz. 819).

Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2020 r. poz. 2103).

Indeks osobowy

A

Adamiak Barbara 151
Augustyńska Beata 200

B

Banasiński Cezary 15
Banaszczak-Soroka Urszula 14, 109,
142
Bańko Mirosław 29, 46
Baszczyk Mateusz 41, 135, 147
Bączyk Mirosław 34, 132
Bielecki Leszek 161
Bielecki Maciej 31, 32
Bielska-Brodziak Agnieszka 13, 26—
28, 206
Bieniak Jacek 31
Bieniek-Koronkiewicz Elżbieta 218
Bieś-Srokosz Paulina 10
Blicharz Jolanta 10
Blicharz Rafał 10—13, 15, 19, 139, 162,
177, 180, 181, 206, 214
Błaszczak Paweł 30, 34, 35, 39
Boć Jan 10
Bogucki Olgierd 27
Bojańczyk Mirosław 14
Borkowski Andrzej 9, 11
Borkowski Janusz 151
Bryłowski Przemysław 140
Brzeziński Bogumił 26
Brzozowski Adam 142
Buchacz Jan 142
Budzik-Nowodzińska Iwetta 115
Bukaczewska Marta 74

C

Cejmer Mirosław 38
Chaba Dawid 51
Chajbowicz Andrzej 10
Chełmoński Adam 181
Cherka Maksymilian 208
Chlipała Monika 188
Chłopecki Aleksander 10, 39, 43, 87,
140, 142, 159, 160, 177, 204
Chmielewski Jan 10, 188
Chołodecki Mateusz 9
Ciszewski Jan 125
Czapska Janina 226
Czekaj Jan 143
Czepita Stanisław 27
Czerniawski Ryszard 74, 158, 159

D

Daniluk Marian 9, 10
Dąbrowska Justyna 154, 228
Dąbrowski Daniel 38
Dereń Ewa 28, 45, 46
Dębski Wiesław 109
Dmowski Stanisław 67
Dobaczewska Anna 12
Dolnicki Bogdan 11
Domagała Michał 179
Domański Grzegorz 156, 159, 225
Drabik Lidia 28, 45
Dubiński Łukasz 9
Dubisz Stanisław 45
Dudek Michał 226
Dudziak Sławomir 209
Dunaj Bogusław 29, 45

- Duniewska Zofia 19, 178
Dybiński Jacek 178
Dyl Marcin 10, 11, 15, 43, 87, 108, 142,
148, 156, 160, 163, 177—179, 182, 185,
189, 202, 204
- E
Elżanowski Fabian 88
Elżanowski Filip 186
Ereciński Tadeusz 125
- F
Falkiewicz Krzysztof 31
Famirski Aleksander 148, 153, 160, 161,
210
Frankowski Ernest 87
Fras Mariusz 74
Frąckowiak Józef 34, 68, 76, 134, 219
Fuchs Dariusz 34
- G
Gago-Rudnicka Diana 42
Gałus Dominika 49
Ganczar Małgorzata 139
Gnela Bogusław 202, 232
Gniewek Edward 66, 142
Golat Rafał 67
Gołaczyński Jacek 66, 68
Goszczyk Maciej 156, 225
Goździaszek Łukasz 66
Górecki Jacek 135
Górecki Piotr 169
Grabowski Jan 159, 180, 212
Grabowski Michał 73
Grodzicki Jędrzej 169
Gronkiewicz-Waltz Hanna 15, 93, 217
Gruszczyńska-Brozbar Elżbieta 143
Gutowski Maciej 94, 218
Guziński Maciej 179
- H
Habdas Magdalena 74
Hajduk Piotr 39
- Haładyj Krzysztof 43, 153, 159, 160,
204, 227, 228
Hauser Roman 15, 181, 188, 198, 208
Herbet Andrzej 136, 137, 229
Horosz Piotr 71
Horwath Olga 229
- I
Izdebski Jan 179
- J
Jacyszyn Jerzy 34
Jagielski Jacek 16, 132, 178
Jakszuk Sławomir 42, 221, 224, 226
Jakubecki Andrzej 66
Janiak Andrzej 71
Jara Zbigniew 218
Jastrzębski Jacek 132
Jaśkowska Małgorzata 91
Jendrośka Jan 206
Jurkowska-Zeidler Anna 10
- K
Kamiński Sławomir 148
Kania Michał 10
Kapijas Monika 54, 63, 75, 78, 79, 81, 93,
94, 125, 187, 193, 197, 216, 217, 221
Karłowicz Jan 29
Karolak Adam 35
Karwasiński Michał Dominik 179
Kaszubski Remigiusz Witold 169
Katner Wojciech Jan 140
Kędziora Robert 200
Kępiński Marian 32
Kiczka Karol 181
Kidyba Andrzej 54, 61, 66, 132, 134,
138, 187, 193, 197, 200—202, 216—
218, 220, 221
Kiełkowski Tadeusz 178
Kieres Leon 181
Kisilowska Helena 178
Kmieciak Zbigniew 208
Kmieciak Zbigniew R. 186

- Kocowski Tadeusz 181, 232
 Kokocińska Katarzyna 9, 11, 19
 Kondracka Agnieszka 68, 135
 Kopaczyńska-Pieczniak Katarzyna 137
 Korzeniewska Marzena 212
 Kosikowski Cezary 15
 Kosiński Henryk 93, 126, 217
 Kozieł Grzegorz 87
 Kozioł Agata 74
 Kozłowska-Chyła Beata 54, 88, 91, 201, 203
 Kozyra Angelika 158
 Krakąta Artur 19, 178
 Kropiwnicki Jarosław 14, 54, 194
 Król Jarosław 139
 Kruczalak Kazimierz 76, 134, 218
 Kruczalak-Jankowska Joanna 34
 Krupa Dorota 170
 Kryński Adam 29
 Krzysztofek Mariusz 170
 Książek Bogusław 134, 135
 Kubiak-Sokół Aleksandra 28, 45
 Kurek Bartosz 144
 Kurzajewski Maciej 140
 Kuźnicki Piotr 39
 Kwaśnicki Radosław L. 31, 134, 135, 148
 Kwiatkowski Artur 67
- L
- Leipert Thorsten 34
 Leśniak Marek 67
 Lichosik Anna 10, 11, 13, 16, 19, 64, 68, 69, 87, 114, 132, 139, 147, 148, 160—163, 178, 194, 206
 Litwińska-Werner Marta 218
- Ł
- Łaszczycza Grzegorz 187, 200
- M
- Machnikowski Piotr 68, 142
 Magnuszewski Artur 137
- Majczak Paweł 209
 Majewska Aneta 125
 Makowski Robert 66, 137
 Malec Andrzej 26
 Malinowski Andrzej 45
 Małecki Witold 9, 11
 Mariański Michał 10
 Mastalski Ryszard 208
 Mataczyński Maciej 42, 81, 134, 153, 157, 159, 221, 222, 225, 227, 228
 Mazurek Rafał 66
 Michaldo Waldemar 134
 Michalski Marek 14, 33—35, 39, 43, 44, 64, 66, 68, 69, 72, 127, 134, 139, 141, 143, 148, 162, 170, 180, 210, 212, 218, 224, 225
 Michór Aleksander 98, 180, 199
 Mikuła Agnieszka 228
 Modliński Eugeniusz 10
 Modrzejewska Małgorzata 178
 Mojak Jan 16, 66, 132, 161
 Morawski Lech 226
 Mroczkowski Rafał 13, 14, 54, 101, 180, 192
 Mrowiec Zbigniew 159
- N
- Nadolska Aleksandra 202
 Nałęcz Andrzej 179
 Napierała Jacek 38
 Naworski Jerzy Paweł 134, 218
 Nestoruk Igor B. 15
 Niczyporuk Janusz 179
 Nieborak Tomasz 10
 Niedźwiedzki Władysław 29
 Niewiadomski Zygmunt 15, 179, 181
 Niezbecka Elżbieta 66
 Nita-Jagielski Grzegorz 34
 Nowak Hanna 188
 Nowicka Aurelia 32
- O
- Okolski Józef 135

Oleszczuk Konrad 39
Opalski Adam 30, 32, 73, 135, 137, 158,
159, 222
Oplustil Krzysztof 39, 42, 47, 133, 154,
157, 227
Osajda Konrad 40

P

Pabis Robert 218
Pawęczyk Mirosław 83, 87, 148
Pawłowski Michał 160
Pec Michał Oskar 159
Pęczyk-Tofel Anna 158, 227, 229
Piecha Jacek 188
Pietrzykowski Krzysztof 142
Piniór Piotr 31, 32, 36, 58, 219
Piotrowska Aldona 202, 228
Pisuliński Jerzy 66
Polański Edward 28, 45, 46
Popiołek Wojciech 32, 35, 39, 68, 134,
135, 218, 225
Popowska Bożena 9, 11
Potrzeszcz Radosław 36, 134, 218, 219
Powałowski Andrzej 11
Prager Izabela 168
Przybyłek Justyna 157
Przybysz Piotr 178, 208
Puchalski Adam 39, 42, 158
Pyziół Wojciech 137

R

Rabska Teresa 9
Rachwał Anna 218
Rataj Andrzej 135
Regucki Tomasz 76, 156
Rejman Genowefa 212
Rodzynkiewicz Mateusz 70, 134, 218
Romanowski Michał 30, 38, 78, 132,
139—141, 156, 160, 228, 229
Róg-Dyrda Joanna 10, 223, 226, 228
Rudnicki Stanisław 67, 161
Rykowski Robert 135

S

Sas Małgorzata 39
Siemiątkowski Tomasz 36, 134, 218,
219
Sikorski Paweł 74
Siwiec Katarzyna 67
Skoczylas Andrzej 209, 210
Skorek Bartosz 68, 74
Sobol Elżbieta 28, 45
Sobolewski Ludwik 10, 42, 81, 88, 91,
98, 124, 126, 159, 161, 186, 188, 194,
195, 202, 204, 208, 217, 220, 221, 223,
226, 228
Socha Igor 165
Sokal Piotr 67, 68, 70, 156
Sołtysiński Stanisław 32—34, 134, 218,
222, 225, 228, 229
Sopoćko Andrzej 143
Sójka Tomasz 10, 37, 38, 41, 42, 73, 77,
81, 98, 153, 157, 159, 209, 210, 221,
222
Spyra Marcin 66
Spyra Tomasz 218
Sroka Iwona 209
Srokosz Jacek 10
Stahl Małgorzata 10, 19, 178
Stangret-Smoczyńska Anna 66
Stanik Mariusz 30
Stanisławski Tadeusz 179
Stankiewicz Rafał 185, 198
Staranowicz Tomasz 34
Staszak Mariusz 143
Stec Mirosław 42, 142, 156
Stecki Leopold 34
Stefanicki Robert 34
Stefańska Ewa 178
Stępień Mateusz 226
Stępiak Lechosław 159
Strzelczyk Krzysztof 218
Strzępka Janusz 31, 32, 36, 39, 58, 134
Strzyczkowski Kazimierz 9
Suliński Grzegorz 31, 134

Susz-Kramarska Agnieszka 34
Sutton William 94
Sypniewski Dominik 178
Szajkowski Andrzej 78, 220, 230
Szczepaniak Rafał 34
Szczurowski Tomasz 133, 218
Szelenbaum Piotr M. 33
Szewczak Marcin 139
Szewczyk Jarosław 149, 151, 180
Szłęczak Andrzej 134
Szpunar Adam 68
Szumański Andrzej 32—34, 38, 39, 132,
133, 138, 140, 156, 177, 178, 180, 218,
228, 229
Szwaja Janusz 218, 228, 229
Szymański Karol 148
Szymański Mirosław 151
Szymański Rafał Filip 157, 224
Szymczak Mieczysław 45

Ś

Śliwa Magdalena 161, 186

T

Targosz Tomasz 32
Tarska Monika 76, 218
Tobor Zygmunt 226
Tofel Marcin Stanisław 158, 219, 227,
229
Trybka Wiktor 197

W

Wajda Dominika 222, 225
Wajda Paweł 10, 16, 42, 54, 56, 81, 88,
91, 109, 124, 126, 142, 161, 181, 186,
188, 194, 195, 201, 202—204, 208—
210, 217, 220—223, 226, 228
Walaszek-Pyziół Anna 15
Weiss Ireneusz 225
Wędrychowski Marek 10

Widło Jacek 16, 66, 132
Wierzbowski Eustachy 124
Wierzbowski Marek 15, 16, 19, 39, 42,
81, 88, 91, 98, 124, 126, 132, 148, 158,
161, 178, 185, 186, 188, 194, 195, 198,
202, 204, 208, 217, 220, 223, 226, 228
Wiktorowska Aleksandra 178, 185, 186
Wiśniakowska Lidia 45
Wiśniewski Andrzej Władysław 83,
138
Włodyka Stanisław 32, 34, 36, 68, 218
Wojciechowski Rafał 200—202, 220
Wojtczak Sylwia 226
Wosiak Kacper 73
Woźniak Rafał 157, 160, 229
Wójtowicz Tomasz 150
Wronkowska Sławomira 26, 226
Wróbel Andrzej 15, 91, 181
Wrzosek Stanisław 179

Z

Zacharzewski Konrad 142, 144
Zawadzka Patrycja 13, 17, 140
Zbiegień-Turzańska Anna 219
Zdzieborski Radosław R. 66
Zeuschner Aleksandra 39
Zgólkowa Halina 45
Zieliński Andrzej 178
Zieliński Maciej 26, 46, 226
Ziemiński Zygmunt 44—46
Ziemski Krystian 181
Zięty Jakub Jan 34
Zimmermann Jan 11, 194
Zirk-Sadowski Marek 226
Zwolińska-Doboszyńska Anna 169

Ż

Żelasko-Makowska Ewelina 10
Żurawik Artur 10, 15
Żywicka Agnieszka 16, 132, 161

Anna Lichosik

Indirect acquisition of shares in an investment fund company

S u m m a r y

The monograph presents the results of several years of research in the field of indirect acquisition of shares of an investment fund company as an instrument for protecting particular values on the capital market. The research focused on determining the content of particular legal norms, interdependencies between them, as well as on systematising and classifying certain phenomena and legal instruments.

The main motive of the study is to draw attention to the significance of the criterion of reputation of a potential buyer of shares in an investment fund company, which was indicated by the EU legislator in the context of the Directive 2007/44/EC of the European Parliament and of the Council of 5 September 2007 amending Council Directive 92/49/EEC and Directives 2002/83/EC, 2004/39/EC, 2005/68/EC and 2006/48/EC as regards procedural rules and evaluation criteria to be used in the prudential assessment of acquisitions or increase of shareholdings in the financial sector entities. The prudential assessment of the reputation of a proposed acquirer should be limited to determining whether any doubts exist about the integrity and professional competence of the proposed acquirer of shares in the investment fund company and whether these doubts are founded. The assessment of reputation by the capital market supervisory authority is of particular relevance if the proposed acquirer is an unregulated entity. It is carried out by means of a legal institution implemented into the Polish Act of 27 May 2004 on investment funds and alternative investment fund management, introducing an *ex ante* obligation to notify the intention to acquire a significant block of shares in an investment fund company and allowing the Financial Supervision Authority to object to the notified intention to acquire shares.

The aim of the study is to examine the regulation of indirect acquisition of shares of an investment fund company, including the nature and degree of state interference in the economic sphere. This objective is detailed in specific research problems, within the framework of which the author has attempted to determine whether the legal definition of indirect acquisition of shares binding in the Act on investment funds and management of alternative investment funds sufficiently (effectively) protects the stakeholders of an investment fund company, i.e. participants of investment funds, a collective securities portfolio or clients for whom the investment fund company performs investment advisory services or portfolio management services comprising one or more financial instruments. For this reason, the publication interprets the juridical treatment of indirect share acquisition contained in the Act on Investment Funds and Alternative Investment Fund Management. As a point of reference, an attempt has been made to determine the meaning of indirect share acquisition on the grounds of two legal acts of fundamental importance for the legal regulation of the capital market — the relevant provisions of the Commercial Companies Code of 15 September 2000 and the Act on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organised Trading, and Public Companies of 29 July 2005 have been analysed. In order to grasp as fully as possible the essence of the very concept of indirect acquisition of shares and the judicial consequences related to it, the linguistic meaning of “indirectness” has been indicated, presenting “indirect acquisition” in the understanding of general (common) language.

The main subject of the study is the assessment of the legal regulation concerning the obligation to notify the intention to acquire a significant block of shares in an investment fund company — which makes the possibility of legal execution of this type of transaction dependent on the consent (expressed in the form of non-objection) of a public administration authority — from the perspective of its compliance with the principle of proportionality (adequacy). Consequently, the aim of the analysis is also to determine whether the legal construction in this respect, ensuring the influence of the state on a potential shareholder of an investment fund company, is sufficient or perhaps excessively burdensome. In order to fulfil these tasks, the following issues have been discussed: the subjective scope of persons obliged to submit a notification of an intention to acquire a significant block of shares in an investment fund company, the scope of exemption in this respect, and the nature of the premise of the intention itself as an assumption to submit a notification. Next, the substantive scope of the notification is presented, taking into account individual elements of the content of the notification on the intention to acquire a substantial block of shares in an investment fund company.

In order to capture possible solutions, selected constructive elements of acquisition of shares in an investment fund company have been described. Various possibilities of formal relations with an investment fund company have been discussed, including a brief presentation of the manner of participation (including capital participation) in an investment fund company or in an entity which is a shareholder of an investment fund company, including the use of the legal form of a public company (being a shareholder of an investment fund company or being an investment fund company). In view of the significant role of using a public company in the structure of relations with an investment fund company, the basic issues related to trading in shares of a public company have also been discussed, i.e. rules on acquisition of shares of a public company, obligations related to the disclosure of the ownership of a significant block of shares of a public company (notification obligations), obligations related to the calls for sale or exchange of shares of a public company (tender offer obligations). At the same time, taking into account the involvement of institutional investors in building the shareholding structure of financial institutions, the paper also points out the possibility of an investment fund as a shareholder in an investment fund company or as a shareholder or partner in an investment fund company.

The research presented in the publication culminates in the identification of legal instruments of influence on an indirect (potentially indirect) purchaser of shares in an investment fund company. In this context we discuss, among others, administrative-legal means of supervision of a prior, subsequent and control nature. The analysis in this respect is also based on the introduced auxiliary division into administrative-law sanctions (connected with exerting influence on the investment fund company by its shareholder, which may be applied on the basis of the Act on investment funds and management of alternative investment funds) and those concerning the acquisition of shares of a public company in violation of the provisions of the Act on public offerings and conditions for introducing financial instruments into an organised trading system and on public companies — in connection with the fact that both the investment fund company and its shareholder may have the status of a public company. The monograph also discusses the civil law consequences of the acquisition of shares in an investment fund company in violation of the law, i.e. in the following cases: acquisition of shares in an investment fund company in violation of the provisions and of the Act on investment funds and on the management of alternative investment funds; the exercise of influence by a shareholder of an investment fund company; acquisition of shares in an investment fund company or a shareholder of an investment fund company having the status of a public company in violation of the provisions of the Act on public offering and the conditions for introducing financial instruments into an organised trading system and on public companies.

Redakcja
Barbara Jagoda

Projekt okładki
Magdalena Pache

Projekt układu typograficznego oraz łamanie
Paulina Dubiel

Korekta
Adriana Szaforz

Redaktor inicjujący
Michał Kompała

Nota copyrightowa obowiązująca do 30.06.2023:
Copyright © 2022 by Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego
Wszelkie prawa zastrzeżone



Sprzymyamy otwartej nauce

Od 1.07.2023 publikacja dostępna na licencji Creative Commons

Uznanie autorstwa-Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0)

Wersja elektroniczna zostanie opublikowana w formule wolnego dostępu
w Repozytorium Uniwersytetu Śląskiego www.rebus.us.edu.pl

 <https://orcid.org/0000-0002-6727-6648>

Lichosik, Anna

Pośrednie nabycie akcji towarzystw funduszy
inwestycyjnych / Anna Lichosik.

Wydanie I. - Katowice : Wydawnictwo
Uniwersytetu Śląskiego, 2022

DOI <https://doi.org/10.31261/PN.4137>

ISBN 978-83-226-4197-2

(wersja drukowana)

ISBN 978-83-226-4198-9

(wersja elektroniczna)

Wydawca

Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego

ul. Bankowa 12B, 40-007 Katowice

www.wydawnictwo.us.edu.pl

e-mail: wydawnictwo@us.edu.pl

Wydanie I. Liczba arkuszy drukarskich: 17,75. Liczba arkuszy wydawniczych: 20,00. PN 4137.
Cena 59,90 zł (w tym VAT). Publikację wydrukowano na papierze offsetowym klasy III 90 g/m².
Do składu użyto krojów pisma Cambria oraz Karmina i Karmina Sans (autorstwa Veroniki
Burian & José Scaglione / TypeTogether). Druk i oprawę wykonano w drukarni Volumina.pl

Daniel Krzanowski (ul. Księcia Witolda 7—9, 71-063 Szczecin)

Cena 59,90 zł (w tym VAT)

ISBN 978-83-226-4198-9



Więcej o książce

